

# 股权分置，大股东控制与上市公司股权融资偏好

江伟

厦门大学管理学院财务研究与发展中心

**内容摘要：** 本文认为，从融资成本的角度并不能有效的解释我国上市公司的股权融资偏好。本文的研究结果表明，在目前我国对投资者保护较弱的法律环境下，再加上我国特有的二元股权结构，使得持有大量非流通股股份的大股东能以远高于每股净资产的配股价或增发价来进行权益融资，通过流通股中小股东这种“利益输送”式的权益融资方式，大股东能获得每股净资产的大量增加，从而获得大量的权益增值，因此大股东就存在着强烈的股权融资偏好，由此就表现为我国上市公司的股权融资偏好。

**关键词：** 股权融资偏好    大股东控制    剥削

## **Stock Market Segmentation, Large Shareholders Control and Equity Financing Preference of Chinese Listed Firms**

Jiang Wei

(Center for Financial Studies, School of Management, Xiamen University)

**Abstract:** In this paper, it is proposed that it is not efficient to explain the equity financing preference of Chinese listed firms based on financing cost. The empirical results in this paper show that, under the weak investor protection and special dual stock market structure, large shareholders, who hold large non-tradable shares, can make rights offering priced much higher than net wealth per share. Through this way of tunneling from tradable shares held by minority shareholders, large shareholders can acquire large increase in net wealth per share, and lots of increase in equity value, in this reason, large shareholders have strong motivation to prefer equity financing, which leads to the equity financing preference of Chinese listed firms.

**Key words:** equity financing preference    large shareholders control    expropriation

[作者简介] 江 伟 (1978-), 男, 湖北随州人, 厦门大学管理学院博士研究生,  
研究方向: 现代财务理论

通讯地址: 厦门大学 1272# 361005    江伟 (收)

Tel : 0592-2180178    13859901487

Email:birds406@21cn.com

# 股权分置，大股东控制与上市公司股权融资偏好

江伟

厦门大学管理学院财务研究与发展中心

**内容摘要：** 本文认为，从融资成本的角度并不能有效的解释我国上市公司的股权融资偏好。本文的研究结果表明，在目前我国对投资者保护较弱的法律环境下，再加上我国特有的二元股权结构，使得持有大量非流通股股份的大股东能以远高于每股净资产的配股价或增发价来进行权益融资，通过流通股中小股东这种“利益输送”式的权益融资方式，大股东能获得每股净资产的大量增加，从而获得大量的权益增值，因此大股东就存在着强烈的股权融资偏好，由此就表现为我国上市公司的股权融资偏好。

**关键词：** 股权融资偏好 大股东控制 剥削

## 一. 问题的提出

针对我国上市公司明显的股权融资偏好，大多数学者普遍认为上市公司的股权融资成本低于债务融资成本是造成这一现象的直接动因（袁国良，郑江淮和胡志乾，1999；黄少安和张岗，2001；等等）。但现有的经验证据表明，我国上市公司的股权融资成本并不总是低于债务融资成本，廖理和朱正芹（2003）在考察了我国家庭耐用消费品行业以及纺织和服装行业上市公司的融资成本后发现，这些行业的上市公司在首次公开发行（IPO）后其债务融资成本低于多次权益融资（SEO）成本；陆正飞和叶康涛（2004）在解析我国上市公司股权融资偏好的研究中发现，股权融资成本与上市公司股权融资的概率呈显著的正相关关系，在1999年只实施股权融资的样本公司中，竟然有63.16%的公司其股权融资成本高于债务融资成本。因此，从融资成本的角度并不能有效的解释我国上市公司的股权融资偏好。

我们认为，在目前我国对投资者保护较弱的法律环境下，控制公司的大股东存在强烈的剥削中小股东的动机，大股东对股权融资或债务融资的选择并不是出于公司价值最大化或融资成本最小化的考虑，而是出于他们自身利益最大化的考虑。由于我国特有的二元股权结构，使得大股东持有的股份大多为非流通股，在非流通股价格与流通股价格相差悬殊的情况下，大股东能以远高于每股净资产的配股价或增发价来进行权益融资，通过流通股中小股东这种“利益输送”式的权

益融资方式，大股东能获得每股净资产的大量增加，从而获得大量的权益增值，因此大股东就存在着强烈的股权融资偏好，由此就表现为我国上市公司的股权融资偏好。本文接下来对这一观点进行了实证检验，研究结果支持了我们的上述观点。

全文的余下部分结构如下：第二部分为文献回顾；第三部分为制度背景与研究假设；第四部分为本文的研究设计；第五部分为实证结果及分析；第六部分为结论及建议。

## 二. 文献回顾

长期以来，学者们主要从Berle和Means（1932）企业所有权与控制权相分离的命题出发，研究在股权分散的公司里，掌握公司控制权的“强管理者”与拥有公司所有权的“弱所有者”之间的委托代理问题。然而近来的研究却发现，除美国以外的国家，尤其是投资者保护较弱的国家，大多数公司存在单个的大股东，公司的所有权相对集中（La Porta, Lopez-de-Silanes和Shleifer, 1999; Claessens, Djankov和Lang, 2000; 等等）。Holderness和Sheehan（1988）发现，甚至在美国，也存在大量的由大股东所控制的公众公司。通过交叉持股、金字塔式的所有权结构以及发行双重股票，大股东对公司掌握了大量的超过现金流权的控制权（La Porta, Lopez-de-Silanes和Shleifer, 1999; Claessens, Djankov和Lang, 2000）。在控制权私利<sup>①</sup>的驱使下，大股东会对小股东进行剥削（Holderness, 2003）。Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes和Shleifer（2000）曾用“掏空”（tunneling）一词来描述资源从公司向控制性股东转移的现象，具体表现为过高的管理者薪酬、贷款担保、股权稀释等多种形式。由此，Shleifer和Vishny（1997）以及LLSV（2000）指出，在多数国家的大公司里，基本的代理问题不是外部投资者与管理者之间的Berle和Means式的冲突，而是外部投资者与几乎完全控制了管理者的控制性股东之间的冲突。

在由大股东控制的公司里，大股东为了利用对公司的控制权来剥削中小股东，会考虑不同的融资方式对自身控制权的影响，从而选择相应的融资决策。一方面，外部权益融资会产生股权稀释的问题，由此增加了大股东遭受控制权竞争的可能性，而债务融资不会导致大股东控制权的稀释，从而有利于大股东以较小的投资来保持对公司的控制权。Stulz（1988）以及Harris和Raviv（1988）最早分别建立模型说明在股权分散的公司里外来接管如何影响管理者对资本结构的选择。Dann和DeAngelo（1988）证实管理者会通过股票回购等改变资本结构的

---

<sup>①</sup> Holderness (2003)把大股东的控制权利益分为控制权分享利益（shared benefits of control）和控制权私利（private benefits of control）。前者是指所有股东按股权比例共同分享的，后者是大股东所独享的，是以牺牲公司其他股东的代价换取的。

手段来抵御外部接管。Garvey 和 Hanka (1999) 也证实恶意收购促使管理者更多地举债以保持对公司的控制权。Faccio, Lang 和 Young (2001) 则考察了在股权集中的公司里大股东从控制权利益的角度对公司融资方式的选择。他们认为在对投资者保护较弱的情况下, 在亚洲金字塔式的公司里, 负债可以增加大股东对公司更多资源的控制, 而不会稀释他们的控制权, 因此大股东有增加负债比率来加强对小股东剥削的动机。Faccio, Lang 和 Young 接着对他们提出的这一假设进行了实证检验, 结果表明, 在小股东更容易受到大股东剥削的公司里, 大股东会选择较高的负债比率来控制更多的公司资源, 从而对小股东进行更多的剥削。另一方面, 由于权益是“自行处置治理”, 而负债是“依条约治理”(Williamson, 1988), 公司采用债务融资会减少大股东谋取控制权利益的空间, 比如: 债务融资带来的固定还本付息的负担限制了可供自由支配的资源 (Jensen, 1986); 银企关系中的定期信息呈报、面对面的会见、违约解释等构成了银行对企业的积极监督 (Holland, 1994); 负债的增加提高了公司破产的可能性 (Grossman 和 Hart, 1982; Zweibel, 1996)。

### 三. 制度背景与研究假设

我国上市公司第一大股东持股比例较高<sup>①</sup>, 属于典型的由大股东控制的公众公司, 在目前对投资者保护较弱的法律环境下, 大股东利用对公司的控制权来剥削中小股东的现象屡见不鲜。当公司需要外部融资时, 大股东很可能出于自身利益最大化而不是公司价值最大化或融资成本最小化的考虑来选择相应的融资决策。随着我国公司控制权市场的逐步形成, 虽然在大股东非自愿的情况下发生的恶意收购和代理表决权之争等控制权竞争事件时有发生, 但由于我国公司控制权市场总的来说还不发达, 再加上上市公司大股东的持股比例普遍较高, 因此只有在大股东持股比例较低时, 大股东才会考虑权益融资所带来的股权稀释问题。而作为我国上市公司最大债权人的国有商业银行, 虽然其公司化改造正在逐渐深化, 但国有商业银行根深蒂固的“国有”性质, 决定了国有商业银行要想在我国上市公司的公司治理中扮演积极的控制与监督作用尚需要一定的时间; 2002 年《关于审理企业破产案件若干问题的规定》的公布, 虽然为我国上市公司的破产提供了初步的法律依据, 但由于上市“壳”资源短缺、地方政府扶持等等原因, 我国上市公司的破产机制实际上并未真正启动, 到目前为止, 上市公司因过度负债而破产的事件仍未见一例。因此, 就现阶段而言, 上市公司的大股东不会考虑债务融资对自身控制权的不利影响从而选择权益融资<sup>②</sup>。

<sup>①</sup> 本文对“大股东”和“第一大股东”这两个概念不予区分。

<sup>②</sup> 沈洪涛 (2004) 以及江伟 (2004) 的研究表明, 负债的控制效应在当前我国的上市公司中没有发挥出来。

然而我国特有的二元股权结构，使得大股东持有的股份大多为非流通股，这些非流通股无法通过股票二级市场的正常交易而获利，一般只能参照每股净资产通过协议或拍卖等方式在场外进行大宗转让。由于我国股票二级市场流通股的价格普遍较高，在以流通股的价格作为配股或增发定价依据的情况下，大股东通过权益融资能带来每股净资产的大量增加<sup>①</sup>。李康，杨兴君和杨雄（2003）的研究就表明，非流通股股东无论是否参与配股或者增发，都能享受到每股净资产的大幅增长，在配股方式下，如果非流通股股东参与配股将平均获得 28.22%的每股净资产增长，如果非流通股股东不参与配股，那么每股净资产增长 33.06%；而在增发方式下，非流通股股东享受的每股净资产增长率高达 72.20%。在流通股中小股东这种“利益输送”式的权益融资方式下，大股东因此就有着强烈的股权融资偏好，由此就表现为我国上市公司的股权融资偏好。而且大股东的持股比例越高，一方面他们对公司的控制程度就越强，上市公司按照大股东的意愿进行配股或者增发的权益融资方式的可能性也越大；另一方面，大股东通过权益融资获得的总的净资产增加也越多。基于以上原因，我们提出本文的第一个和第二个假设：

假设 1：总体上，我国上市公司表现为股权融资偏好，而且大股东的持股比例越高，大股东越偏好股权融资；

假设 2：大股东持有的非流通股比例越高，大股东越偏好股权融资；

由于上市公司的股权融资偏好会伴随公司负债比率的下降，由此我们提出本文的第三个和第四个假设：

假设 3：上市公司的负债比率与大股东的持股比例之间呈显著的负相关关系；

假设 4：上市公司的负债比率与大股东持有的非流通股比例之间呈显著的负相关关系。

## 四. 研究设计

### 1. 样本的选取

由于本文对上市公司股权融资偏好的解释主要是考察上市公司的再融资行为，而不涉及上市公司的首次公开发行（IPO），因此为了减少IPO对公司融资方式选择的影响，本文的研究样本选取 2000 年-2002 年在沪深证券交易所上市且上市至少已满三年的公司，样本区间具体选取如下：1998 年以前上市的公司其

---

<sup>①</sup> 配股虽然是向原有股东按比例筹集资金，但是我国上市公司的大股东参与配股的积极性并不高，他们要么会选择全部或部分放弃配股，要么以劣质的实物资产认购方式进行配股，自 2001 年我国发布的《上市公司新股发行管理办法》明确规定“应当以现金认购方式进行”之后，上市公司的大股东参与配股的现象更是少见。

样本区间为 2000 年-2002 年,1998 年上市的公司其样本区间为 2001 年-2002 年,1999 年上市的公司其样本区间为 2002 年。在样本选取的过程中,我们剔除了以下公司:①股票全流通的民营上市公司以及同时有发行B股或者H股的公司<sup>①</sup>;②金融类公司;③ST、PT公司;④财务数据异常的公司;⑤财务数据或公司治理数据不完整的公司。最后得到 624 家样本公司共计 1554 个样本观测值。样本公司的所有财务数据和公司治理数据均来自香港理工大学和深圳市国泰安信息技术有限公司联合开发的《中国股票上市公司财务数据库》和《中国上市公司治理结构研究数据库》,并根据中国证券报编写、新华出版社出版的 2000-2003 年度《上市公司速查手册》进行核对。

## 2. 研究变量的定义

本文主要研究我国上市公司在大股东控制下的股权融资偏好,解释变量主要为公司资金需要量、第一大股东持股比例以及第一大股东持有的非流通股比例,被解释变量为负债融资量和负债比率,控制变量主要包括成长性、盈利能力、公司规模以及公司行业特征等,各变量的定义如表 1 所示。需要说明的是,对于负债融资量(Debt)和资金需要量(DEF)的定义,我们主要参考了 Shyam-Sunder 和 Myers(1999)对优序融资模型(pecking order model)进行检验的方法,具体计算如下:

负债融资量=公司当年年末的总负债-前一年年末的总负债

资金需要量=公司当年分派的现金股利+长期投资、固定资产和无形资产的净增加数+营运资本的净增加数-经营性现金流量

负债融资量(Debt)如果为正值,则表示公司当年增加了负债融资,如果为负值,则表示公司当年偿还了负债;资金需要量(DEF)如果为正值,则表示公司当年资金短缺,如果为负值,则表示公司当年资金充裕。

---

<sup>①</sup> 同时有发行B股或者H股的上市公司由于面临着不同的法律与制度环境,因此其融资行为可能与没有发行B股或者H股的上市公司存在着差异。

表 1

研究变量的定义

变量		变量定义
负债融资量 (标准化)	(Debt <sub>1</sub> )	公司当年负债融资量/当年年末总资产
	(Debt <sub>2</sub> )	公司当年负债融资量/当年主营业务收入
负债比率 (Leverage)		公司当年年末的总负债/总资产
资金需要量 (标准化)	(DEF <sub>1</sub> )	公司当年资金需要量/当年年末总资产
	(DEF <sub>2</sub> )	公司当年资金需要量/当年主营业务收入
第一大股东持股比例 (Tshare)		公司前一年年末第一大股东的持股比例
第一大股东非流通股持有比例 (TNshare)		公司前一年年末第一大股东持有的非流通股股数/公司前一年年末非流通股总股数
成长性 (Growth)		(当年主营业务收入-前一年主营业务收入) /前一年主营业务收入
盈利能力 (Profit)		公司当年的净利润/当年主营业务收入
规模 (Size)		公司当年年末总资产的自然对数
公用事业 (IND <sub>1</sub> )		哑变量, 如果公司属于公用事业行业, 则取 1, 否则取 0
房地产 (IND <sub>2</sub> )		哑变量, 如果公司属于房地产行业, 则取 1, 否则取 0
综合 (IND <sub>3</sub> )		哑变量, 如果公司属于综合行业, 则取 1, 否则取 0
工业 (IND <sub>4</sub> )		哑变量, 如果公司属于工业行业, 则取 1, 否则取 0

### 3. 描述性统计

表 2 列出了样本观测值的描述性统计。从中可以看出, 我国上市公司的平均负债比率较低 (约为 46%), 第一大股东的平均持股比例较高 (约为 41%), 而第一大股东持有的非流通股比例更是高达 71%, 说明我国上市公司的非流通股基本上由第一大股东所持有。

表 2: 描述性统计

	样本数	最小值	最大值	均值	中值	标准差
Debt <sub>1</sub>	1554	-0.8553	0.6957	0.0540	0.0482	0.1407
Debt <sub>2</sub>	1554	-9.7957	8.0440	0.1502	0.0961	0.7180
Leverage	1554	0.0117	0.9929	0.4648	0.4637	0.1685
DEF <sub>1</sub>	1554	-0.9385	0.8654	-0.0056	-0.0172	0.1619
DEF <sub>2</sub>	1554	-7.4117	6.2892	0.0082	-0.0319	0.7808
Tshare	1554	0.0738	0.9921	0.4314	0.4087	0.1688
TNshare	1554	0.1471	1.0000	0.7042	0.7140	0.2361
Growth	1554	-0.8798	2.9788	0.1743	0.1052	0.4439
Profit	1554	-2.9546	1.0948	0.0230	0.0584	0.3250
Size	1554	18.78	24.17	20.99	20.95	0.7842
有效样本数	1554					

## 五. 实证结果及分析

### 1. 对假设 1 和假设 2 的实证检验

为了检验我国上市公司在大股东控制下的股权融资偏好，本文借鉴 Shyam-Sunder 和 Myers (1999) 对优序融资模型 (pecking order model) 进行检验的方法，构造了以下三个检验模型：

$$Debt_t = \beta_0 + \beta_1 DEF_t + \beta_2 Year_{01} + \beta_3 Year_{02} + \varepsilon \quad (1)$$

$$Debt_t = \beta_0 + \beta_1 DEF_t + \beta_2 DEF_t \times LT + \beta_3 DEF_t \times HT + \beta_4 Year_{01} + \beta_5 Year_{02} + \varepsilon \quad (2)$$

$$Debt_t = \beta_0 + \beta_1 DEF_t + \beta_2 DEF_t \times HTN + \beta_3 Year_{01} + \beta_4 Year_{02} + \varepsilon \quad (3)$$

为了区别第一大股东持股比例以及第一大股东非流通股持有比例不同的公司在股权融资偏好上的差异，在模型 (2) 中，本文以 20% 和 50% 为临界点<sup>①</sup>，将全部样本观测值按第一大股东持股比例划分为大股东低持股、中等持股和高持股三组，同时设置两个股权哑变量（大股东低持股 LT 和大股东高持股 HT），以大股东中等持股组为基准组，通过股权哑变量与资金需要量的交乘项来检验上市公司在大股东持股比例不同情况下的股权融资偏好；在模型 (3) 中，本文以 50% 为临界点，将全部样本观测值按第一大股东非流通股持有比例划分为大股东低持有比例和高持有比例两组，同时设置一个非流通股哑变量（大股东高持有比例 HTN），以大股东低持有比例组为基准组，通过非流通股哑变量与资金需要量的交乘项来检验上市公司在大股东非流通股持有比例不同情况下的股权融资偏好。按照 Shyam-Sunder 和 Myers (1999) 的思想，如果我国上市公司偏好股权融资，则模型 (1)、(2)、(3) 中  $\beta_0$  和  $\beta_1$  的估计值都应该接近于 0。

表 3 的第 (1) 栏列出了模型 (1) 的检验结果，从中可以看出， $\beta_0$  和  $\beta_1$  的估计值分别为 0.062 和 0.177（在 1% 的水平上显著），而且都较小，接近于 0，表明我国上市公司普遍存在着股权融资偏好。表 3 的第 (2) 栏列出了模型 (2) 的检验结果，可以看到，大股东低持股哑变量 (LT) 与资金需要量 ( $DEF_t$ ) 交乘项的参数估计值为 0.204（且在 10% 的水平上显著），大股东高持股哑变量 (HT) 与资金需要量 ( $DEF_t$ ) 交乘项的参数估计值为 -0.051（但不显著），这一结果表明随着大股东持股比例的逐渐增加，大股东越偏好股权融资，从而支持了假设 1。另外由以上结果可知，大股东低持股公司资金需要量的回归系数为 0.391，接近于 0.5，究其原因，一方面可能在于这些大股东的持股比例较低，他们从股权融资中获得的每股净资产增加相对较少，因此股权融资偏好的动机也相对较弱；另一方面可能在于这些大股东考虑到股权融资带来的股权稀释问题，从而通过一定

<sup>①</sup> 20% 和 50% 通常是用来划分大股东对公司相对控制和绝对控制的标准。例如，我国《企业会计准则》规定，一般情况下，企业持有被投资单位 20% 以上股份的，在进行长期股权投资的会计处理时应采用权益法而非成本法，持有被投资单位 50% 以上股份的应编制合并报表。



的负债融资来保持对公司的控制权。表 3 的第 (3) 栏列出了模型 (3) 的检验结果，从中可以看出，大股东非流通股高持有比例哑变量 (HTN) 与资金需要量 (DEF<sub>1</sub>) 交乘项的参数估计值为-0.162，且在 1%的水平上显著，这一结果表明随着大股东持有的非流通股比例的逐渐增加，大股东从股权融资中获得的每股净资产增加也越多，大股东因此越偏好股权融资，从而支持了假设 2。

表 3 假设 1 和假设 2 的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
(常量)	0.062*** (9.349)	0.062*** (9.430)	0.062*** (9.363)
DEF <sub>1</sub>	0.177*** (8.102)	0.187*** (6.769)	0.294*** (7.136)
DEF <sub>1</sub> ×LT		0.204* (1.791)	
DEF <sub>1</sub> ×HT		-0.051 (-1.119)	
DEF <sub>1</sub> ×HTN			-0.162*** (-3.352)
Year00	-0.006 (-0.646)	-0.006 (-0.657)	-0.007 (-0.735)
Year01	-0.013 (-1.463)	-0.013 (-1.508)	-0.013 (-1.439)
F检验	24.440***	15.723***	21.260***
调整的R <sup>2</sup>	0.043	0.045	0.050
N	1554	1554	1554

注：表中括号内的数字为 t 值；\*、\*\*、\*\*\*分别表示显著性水平为 10%、5%和 1%。

为了检验以上结果的稳定性，本文用当年主营业务收入标准化的负债融资量 (Debt<sub>2</sub>) 和资金需要量 (DEF<sub>2</sub>) 分别替代用当年年末总资产标准化的负债融资量 (Debt<sub>1</sub>) 和资金需要量 (DEF<sub>1</sub>)，重新对模型 (1)、(2)、(3) 进行了稳健性检验。表 4 的第 (1)、(2)、(3) 栏分别列出了稳健性检验结果。从表 4 的第 (1) 栏可以看出， $\beta_0$ 和  $\beta_1$ 的估计值分别为 0.174 和 0.205 (且在 1%的水平上显著)，虽然大于表 3 的结果，但是仍然都较小，接近于 0，表明我国上市公司普遍存在着股权融资偏好。从表 4 的第 (2) 栏可知，大股东低持股哑变量 (LT) 与资金需要量 (DEF<sub>2</sub>) 交乘项的参数估计值为 0.295 (且在 1%的水平上显著)，大股东高持股哑变量 (HT) 与资金需要量 (DEF<sub>2</sub>) 交乘项的参数估计值为-0.030 (但不显著)，虽然它们的参数估计值较表 3 的结果有所提高，但是这一结果仍然表明随着大股东持股比例的逐渐增加，大股东越偏好股权融资，从而再次支持了假设 1。从表 4 的第 (3) 栏可知，大股东非流通股高持有比例哑变量 (HTN) 与

资金需要量（DEF<sub>2</sub>）交乘项的参数估计值为-0.423，且在1%的水平上显著，这一结果也仍然表明随着大股东持有的非流通股比例的逐渐增加，大股东从股权融资中获得的每股净资产增加也越多，大股东因此越偏好股权融资，从而再次支持了假设2。

表4 假设1和假设2的稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
(常量)	0.174*** (5.197)	0.178*** (5.328)	0.177*** (5.410)
DEF <sub>2</sub>	0.205*** (8.972)	0.183*** (6.608)	0.450*** (13.153)
DEF <sub>2</sub> ×LT		0.295*** (3.817)	
DEF <sub>2</sub> ×HT		-0.030 (-0.552)	
DEF <sub>2</sub> ×HTN			-0.423*** (-9.419)
Year00	-0.019 (-0.430)	-0.021 (-0.457)	-0.037 (-0.841)
Year01	-0.051 (-1.151)	-0.055 (-1.234)	-0.059 (-1.371)
F检验	28.486***	20.477***	44.752***
调整的R <sup>2</sup>	0.050	0.059	0.101
N	1554	1554	1554

注：表中括号内的数字为t值；\*、\*\*、\*\*\*分别表示显著性水平为10%、5%和1%。

## 2. 对假设3和假设4的实证检验

以上对假设1和假设2进行了检验，本文接下来对假设3和假设4进行检验。为了对第一大股东的持股比例以及第一大股东持有的非流通股比例与负债比率之间的关系进行检验，本文构造了以下两个模型：

$$Leverage = \beta_0 + \beta_1 Tshare + \beta_2 Growth + \beta_3 Profit + \beta_4 Size + \sum_{j=5}^8 \beta_j IND_j + \beta_9 Year_{01} + \beta_{10} Year_{02} + \varepsilon \quad (4)$$

$$Leverage = \beta_0 + \beta_1 TNshare + \beta_2 Growth + \beta_3 Profit + \beta_4 Size + \sum_{j=5}^8 \beta_j IND_j + \beta_9 Year_{01} + \beta_{10} Year_{02} + \varepsilon \quad (5)$$

(i=1, 2, 3, 4)

Smith和Watts（1992）以及Rajan和Zingales（1995）等发现公司成长性、

盈利能力和规模与公司的财务杠杆之间存在显著的相关关系。陆正飞和辛宇（1998）通过对我国上市公司资本结构的影响因素进行实证研究后发现，盈利能力与财务杠杆之间呈显著的负相关关系，洪锡熙和沈艺峰（2000）则发现我国上市公司的盈利能力和规模与财务杠杆之间呈显著的正相关关系。基于这些国内外研究成果，本文在模型（4）和（5）中选择了成长性、盈利能力、公司规模以及公司行业特征等作为控制变量。

表 5 列出了对假设 3 和假设 4 的检验结果。表 5 的第（1）列和第（2）列是对假设 3 的检验结果，从中可以看出，无论是否引入成长性、盈利能力、公司规模以及公司行业特征这些控制变量，上市公司的负债比率与第一大股东的持股比例都呈负相关关系，其参数估计值分别为-0.121 和-0.112，且在 1%的水平上显著，表明大股东的持股比例越高，大股东越偏好股权融资，公司的负债比率因此就越低，从而支持了假设 1。表 5 的第（3）列和第（4）列是对假设 4 的检验结果，从中同样可以看出，无论是否引入成长性、盈利能力、公司规模以及公司行业特征这些控制变量，上市公司的负债比率与大股东持有的非流通股比例都呈负相关关系，其参数估计值分别为-0.095 和-0.105，且在 1%的水平上显著，表明大股东持有的非流通股比例越高，大股东越偏好股权融资，公司的负债比率因此就越低，从而支持了假设 4。另外，公司成长性和公司规模与负债比率显著正相关，而盈利能力与负债比率显著负相关，这一结果与陆正飞和辛宇（1998）的研究结果相一致，而与洪锡熙和沈艺峰（2000）的研究结果不完全一致。

表 5

假设 3 和假设 4 的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
(常量)	0.498*** (36.774)	-0.271*** (-2.520)	0.510*** (34.909)	-0.303*** (-2.823)
Tshare	-0.121*** (-4.804)	-0.112*** (-4.605)		
TNshare			-0.095*** (-5.306)	-0.105*** (-6.030)
Growth		0.050*** (5.492)		0.049*** (5.437)
Profits		-0.158*** (-12.355)		-0.158*** (-12.473)
Size		0.037*** (7.154)		0.040*** (7.632)
IND <sub>1</sub>		-0.087*** (-4.618)		-0.092*** (-4.934)
IND <sub>2</sub>		0.079*** (2.929)		0.079*** (2.967)
IND <sub>3</sub>		0.002 (0.118)		0.000 (-0.034)
IND <sub>4</sub>		-0.017 (-1.343)		-0.016 (-1.288)
Year <sub>01</sub>	0.019* (1.782)	0.009 (0.929)	0.022** (2.052)	0.012 (1.220)
Year <sub>02</sub>	0.033*** (3.114)	0.011 (1.078)	0.037*** (3.489)	0.014 (1.446)
F值	11.167***	29.428***	12.869***	31.208***
调整的R <sup>2</sup>	0.019	0.155	0.022	0.163
N	1554	1554	1554	1554

注：表中括号内的数字为 t 值；\*、\*\*、\*\*\*分别表示显著性水平为 10%、5%和 1%。

## 六. 结论及建议

我国上市公司强烈的股权融资偏好已是一个不争的事实，对其产生的直接动因，大多数学者把它归咎为我国上市公司的股权融资成本低于债务融资成本。但现有的经验证据表明，我国上市公司的股权融资成本并不总是低于债务融资成本，而且股权融资成本越高的上市公司越偏好股权融资（廖理和朱正芹，2003；陆正飞和叶康涛，2004），因此，从融资成本的角度并不能有效的解释我国上市公司的股权融资偏好。本文的研究结果表明，在目前我国对投资者保护较弱的法律环境下，控制公司的大股东由于存在强烈的剥削中小股东的动机，因此，大股

东对股权融资或债务融资的选择并不是出于公司价值最大化或融资成本最小化的考虑，而是出于他们自身利益最大化的考虑。我国特有的二元股权结构，使得大股东持有的股份大多为非流通股，在非流通股价格与流通股价格相差悬殊的情况下，大股东能以远高于每股净资产的配股价或增发价来进行权益融资，通过流通股中小股东这种“利益输送”式的权益融资方式，大股东能获得每股净资产的大量增加，从而获得大量的权益增值，因此大股东就存在着强烈的股权融资偏好，由此就表现为我国上市公司的股权融资偏好。这一研究发现的政策含义表明，我国上市公司股权融资偏好问题的有效解决，一方面有待于我国加强对投资者的法律保护，另一方面也有待于我国股票市场的全流通。

#### 参考文献：

- 洪锡熙，沈艺峰. 我国上市公司资本结构影响因素的实证分析. 厦门大学学报(哲社版)，2000 (3)：114 -120.
- 黄少安，张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析. 经济研究，2001 (11)：12 -20.
- 江伟. 负债的两面性与公司价值. 中国经济问题，2004 (6)：64 -73.
- 李康，杨兴君和杨雄. 配股和增发的相关利益者分析和政策研究. 经济研究，2003 (3)：79 -87.
- 廖理，朱正芹. 中国上市公司股权融资与债权融资成本实证研究. 中国工业经济，2003 (6)：63 -69.
- 陆正飞，辛宇. 上市公司资本结构主要影响因素之实证研究. 会计研究，1998(8)：34 -37.
- 陆正飞，叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析. 经济研究，2004 (4)：50 -59.
- 沈洪涛. 资本结构，公司治理结构与公司价值. 中国经济问题，2004 (3)：73 -80.
- 袁国良，郑江淮和胡志乾. 我国上市公司融资偏好和融资能力的实证研究. 管理世界，1999 (3)：150 -157.

- Berle, A. and Means, G., 1932. *The modern corporation and private property*. Macmillan, New York.
- Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L., 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58, 81–112.
- Dann, L. and GeAngelo, H., 1988. Corporate financial policy and corporate control: A study of defensive adjustments in asset and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 20, 87–128.
- Faccio, M., Lang, L. and Young, L., 2001. Debt and corporate governance. *Working paper*, Notre Dame and The Chinese University of Hong Kong.
- Garvey, G. and Hanka, G., 1999. Capital structure and corporate control: The effect of antitakeover statutes on firm leverage. *Journal of Finance* 54, 519–546.
- Grossman, S. and Hart, O., 1982. Corporate financial structure and managerial incentives. *The Economics of Information and Uncertainty*. Chicago: University of Chicago Press, 175–140.
- Harris, M. and Raviv, A., 1988. Corporate control contests and capital structure. *Journal of Financial Economics* 20, 55–86.
- Holderness, C., 2003. A survey of blockholders and corporate control. *Economic Policy Review* 9, 51–63.
- Holderness, C. and Sheehan, D., 1988. The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 317–346.
- Holland, J., 1994. Bank lending relationships and the complex nature of bank-corporate relations. *Journal of Business Finance and Accounting* 21, 367–393.
- Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76, 323–329.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 2000. Tunneling. *American Economic Review* 90, 22–27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54, 471–517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58, 3–28.
- Rajan, R. and Zingales, L., 1995. What do we really know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance* 50, 1421–1460.
- Shyam-Sunder, L. and Myers, C., 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics* 51, 219–244.
- Shleifer, A. and Vishny, R., 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737–783.
- Smith, C. and Watts, R., 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32, 263–292.
- Stulz, R., 1988. Managerial control of voting rights: Financial policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20, 25–54.
- Williamson, O., 1988. Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance* 43, 567–591.
- Zweibel, J., 1996. Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review* 86, 1197–1215.