

et 网上投稿

et 网上订阅

录用查询

汇款查询

杂志栏目

● 经济研究

● 西部大开发

● 改革探索

● 新观察

● 理论经纬

● 三农问题

● 热门话题

● 企业论坛

● 区域经济

● 财经论坛

● 对外开放和贸易

● 综合论坛

● 经济全球化

● 产业集群研究

● 社会主义劳动理论探讨

● 面向21世纪的中国经济学

论文正文

我国上市公司股权结构对其融资决策影响实证分析

上传日期: 2007年8月8日 编辑: 现代经济编辑部 点击: 306次

张宝生, 石雅芳

(中国石油大学(北京)工商管理学院, 北京 102249)

摘要: 我国上市公司存在着外部股权融资的偏好, 与西方财务理论融资顺序相悖。本文通过对我国上市公司进行实证分析, 发现不同股权集中度、不同性质股东控股的公司其融资方式不同。这说明, 我国上市公司并非单一地偏好外部股权融资, 上市公司对债务融资或股权融资的选择, 是与公司的股权结构息息相关的。

关键词: 股权结构; 融资决策; 面板数据

Abstract: Until now corporation financing is widely concerned by the theoretical and practical circle. The article finds that different ownership concentrate degree and shareholders lead to different financing behaviour. The share held by the state shareholders lean to ownership financing. In the long run, the companies with low ownership concentrate degree lean to debt financing. The conclusion explains that the choice of financing behaviour is closely relevant to the ownership structure in China public companies.

Key Words: Ownership; Structure; Financing decision

一、数据来源

本文的研究样本为2004年在沪、深证券交易所上市的978家公司和2000~2004年在沪、深证券交易所上市的160家公司。在样本选取的过程中, 遵循了如下原则: ①剔除金融类和ST类的公司。②剔除含有B股和H股的公司。③剔除有关指标出现极端值和财务数据不完整的公司。最后得到了978个截面样本观测值和160个面板样本观测值。样本公司的所有财务数据均来自我国CCER经济研究服务中心网站(www.ccerdata.com)。

二、建立模型

根据我国股权结构的特征分析, 得出以下两点基本假设:

假设1: 国有股控股的上市公司偏好股权融资, 会受到外源融资中的债务融资约束。总体上, 公司的负债比率与公司国有股股东持股比例呈显著的负相关关系。

假设2: 公司的负债比率与大股东的持股比例即大股东控制权稳固程度呈显著负相关关系, 与公司长期的股权集中度也呈显著的负相关关系。

本文主要分析我国上市公司的股权构成、股权集中度对公司融资决策影响的程度。解释变量为公司股权结构变量, 反映股权构成和股权集中程度, 被解释变量为债务资产率, 用以比较公司的债务与股权融资情况。肖珉和江伟(2002)通过对大股东持股比例与负债比率之间关系的实证研究后发现, 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。基于这些国内外研究成果, 本文选择公司成长性、盈利性以及公司规模作为控制变量。各变量定义见表1:

表1 变量定义

变量 变量定义

Y 表示债务资产率; 即公司当年年末的总负债/总资产, 反映公司的融资偏好。

L₁(%) 表示第一大股东持股比例; 即第一大股东持股数与总股数之比, 反映第一大股东控股稳固程度与股权集中度。

H₅ 表示前五大股东持股比例; 用赫尔芬达指数5(Herfindahl₅)表示, 用来反映公司股权集中程度。(简写H₅)

S₁ 国有股比; 即国有股与总股本之比, 反映公司国有股的控股程度。

S₂ 法人股比; 即法人股数与总股数之比, 反映公司法人股的控股程度。

S₃ 社会公众股; 即社会公众股与总股本之比, 反映公司社会公众股的控股程度。

GR 公司成长性; 即主营业务收入增长率=(当年主营业务收入-上年主营业务收入)/上年主营业务收入。

IR 公司盈利性; 即净利润率=公司当年的净利润/当年主营业务收入。

Ln(asset) 公司规模; 即公司当年年末总资产的自然对数: Ln(总资产)。

本文利用2004年的截面数据及估计方程(4.2.1)、(4.2.2)和2000~2004年的面板数据及估计方程(4.2.3)来检验以上两个假设:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 S_i + \beta_2 L_i + \beta_3 H_i + \beta_4 GR_i + \beta_5 IR_i + \beta_6 Ln(asset)_i + \epsilon_i$$

$$6\ln(\text{asset})_{i+\varepsilon} \quad (1)$$

其中, $\beta_1 \sim \beta_6$ 表示系数, β_0 是常数项, ε 是残差项。

$$Y_{i+\varepsilon} = \beta_0 + \beta_1 L_{i+\beta_2} H_{i+\beta_3} GR_{i+\beta_4} IR_{i+\beta_5} \ln(\text{asset})_{i+\varepsilon} \quad (2)$$

其中, $\beta_1 \sim \beta_5$ 表示系数, β_0 是常数项, ε 是残差项。

$$Y_{it+\varepsilon} = \beta_0 + \beta_1 L_{it+\beta_2} H_{it+\beta_3} GR_{it+\beta_4} IR_{it+\beta_5} \ln(\text{asset})_{it+\varepsilon} \quad (3)$$

其中, $\beta_1 \sim \beta_5$ 表示系数, β_0 是常数项, ε 是残差项。

三、多元线性回归分析

根据估计方程(1)以及2004年978家的样本数据, 得出上市公司股权构成与负债比率的回归结果, 见表2。

表2 2004年中国上市公司股权构成与公司负债比率的回归结果(样本978)

常数	S	1	GR	IR	Ln(asset)	调整R ²	F值	D. W值
-0.632	-0.135	0.119	-0.140	0.212	0.105	29.614	* 1.917	
(-4.480)	*	(-5.619)	*	(2.569)**	(-5.007)	*	(8.175) *	
常数	S	2	GR	IR	Ln(asset)	调整R ²	F值	D. W值
-0.689	0.102	0.119	-0.140	0.212	0.097	27.29	* 1.909	
(-4.747)	*	(4.796)	*	(2.764)	*	(-5.115)	*	(8.014) *
常数	S	3	GR	IR	Ln(asset)	调整R ²	F值	D. W值
-0.552	0.093	0.119	-0.140	0.212	0.082	22.86	* 1.906	
(-3.877)	*	(2.589)	*	(2.869)	*	(-5.067)	*	(7.038) *

注: 括号内是t检验值; *, **分别表示显著性水平为0.5%和1%。

从表2中看出, 公司负债率与国有股比例负相关, 法人股与社会公众股比例正相关, 这一结果支持了假设1, 说明了国有股比重越高的公司越容易受到外源融资债务融资约束。而与法人股和个人股比例正相关, 说明了国有股比重越低的公司是不会受到债务融资约束的, 增加法人股和个人股比例有助于公司进行债务融资。另外, 在回归过程中, 通过逐一加入控制变量发现, 公司负债率与公司成长性、盈利性和公司规模这三个控制变量关系也很显著, F值与R平方随着控制变量的逐一加入也逐渐上升, 可知, 这三个控制变量对回归结果是能起到较大效果的。

根据估计方程(2)以及2004年978家的样本数据, 得出上市公司股权集中度与负债比率的回归结果, 见表3。

表3 2004年中国上市公司股权集中度与负债比率的回归结果(样本978)

常数	L	1	GR	IR	Ln(asset)	调整R ²	F值	D. W值
-0.642	-0.155	0.119	-0.140	0.212	0.116	33.194	* 1.931	
(-4.587)	*	(-6.690)	*	(2.740)	*	(-4.916)	*	(8.599) *
常数	H	5	GR	IR	Ln(asset)	调整R ²	F值	D. W值
-0.503	-0.013	0.119	-0.140	0.212	0.076	21.145	* 1.899	
(-3.555)	*	(-0.629)	(3.043)	*	(-5.177)	*	(7.021) *	

注: 括号内是t检验值, *表示显著性水平为0.5%, 括号的右上角没有*号的表示关系极不显著。

从表3可以看出, 第一大股东的持股比例与公司的负债比率之间都呈显著的负相关关系。第一大股东的持股比例的t检验值达到-6.690, F值高达33.194。这一结果说明了第一大股东的持股比例越高, 即其控制权地位越稳固, 考虑到债务融资可能会减少他们获取控制权利益的空间, 大股东就倾向于选择较低的负债比率; 当大股东持股比例越低, 即其控制权地位越不稳固, 考虑到外部股权融资可能会提高他们遭受控制权竞争的可能性, 大股东就倾向于选择较高的负债比率。这结果与肖珉和江伟(2002)研究结果保持一致。但是这个回归结果显示公司负债比率与前五大股东比例的回归系数的t检验值相当小, 这就说明从短期看来, 股权集中度与公司的负债比率的负相关关系并不显著。因此, 为了探讨长期的股权集中度与公司的融资决策关系, 就选取了2000~2004年的160家上市公司数据根据估计方程(3)来补充假设2, 见表4。

表4 2000~2004年股权集中度与负债比率回归结果(样本160)

常数	H	5	GR	IR	Ln(asset)	调整R ²	F值	D. W值
-0.302	-0.249	0.001	0.002	0.052	0.091	21.010	* 0.288	
(-3.206)	*	(-6.789)	*	(2.078)***	(1.275)	(6.802)	*	
常数	L	1	GR	IR	Ln(asset)	调整R ²	F值	D. W值
-0.529	-0.002	0.001	0.002	0.051	0.099	22.063	0.289	
(-3.386)	*	(-7.078)	*	(2.072)***	(1.243)	(6.724)	*	

注: 括号内是t检验值, *, ***分别表示显著性水平为0.5%和5%, 括号的右上角没有*号的表示关系极不显著。

从表4可以看出, 长期看来, 公司的股权越集中, 公司负债比率越低, 即公司的负债比率是与公司的股权集中程度呈显著负相关关系。这一结果就支持了假设2的后半部分。

另外，在通过逐一加入控制变量的过程中，发现长期里，公司的成长性与公司规模都与公司负债比率呈显著的正相关关系，而公司的盈利性与公司的负债比率关系并不显著。

四、结论

我国上市公司大多是由国有大股东集中控制，这是个不争的事实。我国上市公司普遍都偏好股权融资，这也是个不争的事实。但这两个事实之间会有着必然的联系。本文通过对2004年的截面数据和2000~2004年的面板数据进行回归分析，结果表明：

1、国有股比例高的上市公司负债率较低即受到很大的债务融资约束，国有股比例低的上市公司负债率较高即受到很小或者不会受到债务融资约束。总体上，公司的负债比率与公司国有股比例呈显著的负相关关系。

2、大股东控制地位越稳固即第一大股东持股比例越高的公司负债比率较低，大股东控制地位不太稳固的公司负债比率较高。总体上，公司的负债比率与大股东的控制地位稳固程度呈显著的负相关关系。

3、长期来看，股权越集中的上市公司负债比率也越低，总体上，公司的负债比率与公司股权集中度也呈显著的负相关关系。

实际上，由于我国的上市公司大多是由国有企业改制而来，股权也就大部分地集中在国有股东的手中，也就是说公司的第一大股东的成分大多数为国有股股东，因此这三点结论也是统一的。因此，我国上市公司并非单一出于融资成本方面的考虑而偏好外部股权融资，上市公司对债务融资或股权融资的选择，一是由于国有股的高比例约束了债务融资能力；二是由于大股东出于自己控制权利益的考虑，在不同的融资方式对保持控制权和控制权价值的大小所造成的影响之间进行权衡的结果。

参考文献：

- [1] La Porta, R , Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. ,Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance* 1999; (54): 471~517
- [2] 江伟.控制权利益与上市公司的融资决策 [J]. *经济管理*, 2002; (20): 76~82
- [3] 郑江淮,何旭强,王华.上市公司投资的融资约束:从股权结构角度的实证分析 [J]. *金融研究*, 2001; (11): 92~99
- [4] 黄少安,张岗.中国上市公司股权融资偏好分析 [J]. *经济研究*, 2001; (11): 12~20
- [5] 陈晓, 单鑫.债务融资是否会增加上市企业的融资成本 [J]. *经济研究*, 1999; (9): 39~46
- [6] 陆正飞,叶康涛.中国上市公司股权融资偏好解析 [J]. *经济研究*, 2004; (4): 50~58
- [7] 刘星, 魏锋, 詹宇, 等.我国上市公司融资顺序的实证研究 [J]. *会计研究*, 2004; (6): 66~72
- [8] 王乔,章卫东.股权结构, 股权再融资行为与绩效 [J]. *会计研究*, 2005; (9): 51~56
- [9] 王乔,章卫东.论我国上市公司大股东控制下的股权再融资问题 [J]. *会计研究*, 2003; (11): 44~46

版权所有：《现代经济》编辑部

E-MAIL:mej@vip.sohu.com 电话：0898---68928581 传真：0898---68919810

地址：海口市龙昆北路24号龙园别墅D1栋 邮编：570105