

会计学论丛

中国上市公司融资

行为与融资结构研究

Research on Financing
Behavior and Capital Structure
of Listed Companies in China

陆正飞等 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

国家社会科学基金项目
北京市哲学社会科学“十五”规划项目

会计学论丛

中国上市公司融资

行为与融资结构研究

R^esearch on Financing
Behavior and Capital Structure
of Listed Companies in China

陆正飞等 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司融资行为与融资结构研究 / 陆正飞等著. —北京: 北京大学出版社, 2005.7

(会计学论丛)

ISBN 7-301-08516-8

I. 中… II. 陆… III. 上市公司—融资—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 136799 号

书 名: 中国上市公司融资行为与融资结构研究

著作责任者: 陆正飞等 著

责任编辑: 李 娟

标准书号: ISBN 7-301-08516-8/F·1026

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村北京大学校内 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn> 电子信箱: em@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

排 版 者: 灵智工作室

印 刷 者: 北京原创阳光印业有限公司

经 销 者: 新华书店

650 毫米 × 980 毫米 16 开本 19 印张 300 千字

2005 年 7 月第 1 版 2005 年 7 月第 1 次印刷

定 价: 32.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 翻版必究

作者简介

陆正飞，男，经济学博士，工商管理博士后，现任北京大学光华管理学院会计系主任，教授，博士生导师；兼任财政部会计准则委员会咨询专家、中国会计学会理事及学术委员、中国审计学会常务理事、《会计研究》特约编辑、《审计研究》和《中国会计与财务研究》编委等学术职务；多次赴美国西北大学等著名大学进行合作研究与学术访问；2001年入选“北京市新世纪社科理论人才百人工程”；在《经济研究》、《管理世界》、《会计研究》、《审计研究》及《中国会计与财务研究》等重要刊物上发表学术论文80余篇，出版《比较会计》、《企业发展的财务战略》等著作多部；曾获中国会计学会2003年度全国优秀一等奖，中国中青年财务成本研究会1990—1993优秀科研成果(著作类)一等奖，以及省部级以上科研成果奖励4次；获2001—2002年度北京大学优秀教学奖；主持国家自然科学基金等基金项目6项；近期主要研究兴趣是上市公司的融资及投资行为，资本市场会计与审计，以及上市公司信息披露及其监管等。

内 容 简 介

本书采用实证分析、问卷调查分析及比较分析等多种方法，从多个角度研究了中国上市公司的融资行为与融资结构。主要研究发现是：中国(A股)上市公司具有强烈的股权融资偏好；融资成本并非解释公司股权融资偏好的惟一因素，企业资本规模和自由现金流越低，净资产收益率和控股股东持股比例越高，则企业越有可能选择股权融资方式；“内部人控制”是股权融资偏好的重要原因；高级管理人员出于自身业绩评价的原因，也偏好较低的资产负债率；企业规模、盈利能力、企业成长性和担保价值对企业的资产负债率有重要影响；除股票 β 系数之外，负债率、企业规模、B/M比等也是决定企业股权成本的重要影响因素；不同地区上市公司的融资决策考虑因素存在一定差异。

目录

中国上市公司融资行为与融资结构研究成果简介（代序）	/1
陆正飞	

中国上市公司股权融资偏好解析	
——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗？	/6
陆正飞 叶康涛	

中国上市公司融资选择情况调查问卷分析	/22
陆正飞 高 强	

A 股上市公司融资结构影响因素实证分析	/74
陈 洁	

中国上市公司融资结构倾向性问题研究	/106
关 山	

目录

中国上市公司再融资策略研究 /139
袁 宗

上市公司现金股利政策的实证研究 /175
孙琦琳

中国上市公司股权融资成本影响因素分析 /200
叶康涛 陆正飞

中国三地上市公司资本结构及融资行为的比较研究 /213
赵蔚松

资本市场融资行为与北京上市公司投资发展战略 /287
陆正飞 赵蔚松

中国上市公司融资行为与 融资结构研究成果简介(代序)

陆正飞

本书从对上市公司融资行为的系统观察和分析入手,研究其融资结构特征及其成因。具体采取了下列研究方法:(1)描述性统计分析方法,主要用于上市公司融资结构发展变化过程和现状分析;(2)实证分析方法,主要用于融资结构决定因素研究;(3)问卷调查及访谈调查分析方法,主要用于调查上市公司的决策者,了解导致企业融资行为非理性的许多难于定量描述的复杂原因;(4)归纳推理分析方法,主要用于总体研究结论的形成。

本项研究通过对我国 A 股上市公司融资行为与融资结构进行初步的实证性研究发现:A 股上市公司具有强烈的股权融资偏好;在股权融资时更多地选择市场化程度较低的配股方式进行再融资;企业负债融资中短期负债远远多于长期负债。对于制造业的混合样本研究表明,企业规模、盈利能力、企业成长性和担保价值对企业的资产负债率有重要影响;影响企业资产负债率的因素在不同年度之间基本一致,但在不同行业之间有较大的差别。盈利能力是对企业长期负债率有影响的一个较为恒定的因素,另外,资产担保价值、资产增长率等因素对某些年份和某些行业的长期负债率也存在影响。

我国上市公司的股权融资偏好,不符合西方公司财务中的融资顺序理论。对此,我国学者多将其归因于中国上市公司的股权融资成本偏低。然而,我们的进一步研究显示,一些实施了股权融资的公司,其股权融资成本

要远高于债权融资成本,而另一些股权融资成本较低、同时也具备股权再融资条件的企业却选择了债权融资,这说明融资成本未必是解释公司融资行为的惟一因素。因此,仅从融资成本角度来解析我国上市公司的融资行为,很可能是不够的。为此,我们通过引入剩余收益折现模型,较以往同类研究更加精确地测算了我国上市公司融资成本,并在此基础上,进一步从破产风险、负债能力约束、代理成本和控制权等方面考察我国上市公司融资行为的影响因素。研究发现,企业资本规模和自由现金流越低,净资产收益率和控股股东持股比例越高,则企业越有可能选择股权融资方式。但未发现破产风险和成长性指标对企业融资决策有影响。同时,研究还发现,上市公司股权融资概率和股权融资成本正相关,这也许反映了股权融资企业的业绩相对较高的事实。无论如何,我们的研究结果并不支持“上市公司股权融资偏好行为完全缘于股权融资成本偏低”这一假说。上述研究发现具有如下政策含义:

(1) 股权融资成本较高的企业反而选择股权融资,更有可能反映了我国上市公司内部人目标函数与社会最优目标函数之间的偏离。因此,有必要从影响企业内部人融资决策的决定因素出发,探讨如何通过改变对企业内部人的激励机制,使内部人的目标函数与社会最优目标函数尽可能保持一致。(2) 资本规模、企业业绩、自由现金流以及控制权等因素对企业内部人的融资决策有影响,如果说前三个因素属于合理因素的话,那么第四个因素也许反映了我国上市公司内部人可以通过股权融资获得巨大隐性收益的事实。因此,如何有效限制企业内部人对上市公司的掠夺,也许是制止这些公司过于偏好股权融资的有效措施之一。(3) 破产风险和成长性与企业融资决策无关,表明债权人(在样本期间)还没有建立起有效的贷款风险管理体制,同时也未对借款企业的投资行为进行有效约束,即存在较严重的债权人缺位现象。因此,通过银行体制改革,完善银行等债权人的内部激励机制和贷款管理水平,也是促进上市公司融资行为进一步优化的必要外部条件。(4) 资本规模与企业股权融资概率负相关的结论,表明小企业更偏好于股权融资。因此,如何有效拓宽小企业的其他融资渠道,也许亦有助于避免我国上市公司过于偏好股权融资。

为了更具体地了解我国 A 股上市公司融资选择的基本特征及主要影响因素,发现我国资本市场可能存在的制度性缺陷,探究我国上市公司的融资

选择行为特征，我们对部分 A 股上市公司进行了问卷调查，以弥补利用资本市场数据进行的实证研究可能存在的不足，并借以发现理论预测与实务并不完全一致的领域。问卷调查围绕融资方式基本情况、融资偏好、公司债券的发行、资本结构这四个主题展开。对融资方式基本情况的问卷调查发现：目前上市公司使用最多的四种融资方式依次是短期借款、利润留存、配股、长期借款，上市公司之所以做出这样的融资决策，关键在于根据其未来的经营需要和投资机会，匹配经营风险，增强企业的财务弹性，而非直接地考虑股东们(包括大股东)的意愿。对融资偏好的问卷调查发现：约占四分之三的样本企业偏好股权融资，吸引公司偏好股权融资的最重要原因是，相对于负债融资而言，股权融资的成本较低；同时股权融资不必还本，分红也可灵活掌握。对公司债券发行的问卷调查发现：我国企业债券市场融资相对于股票市场融资显得微不足道，企业债券市场与股票市场的发展比例很不协调，是我国证券市场发展的一条“短腿”。导致企业不发行公司债券的重要原因是：债券发行审批程序过于繁琐、证监会对拟发行债券公司的要求太高。企业债券的严格审批制度导致发行的程序复杂，发行的条件较高，从而导致企业债券发展的速度太慢，结果可能导致企业错失良好的市场机会。对资本结构的问卷调查发现：88% 的样本公司认为应该设定一个“合理”的目标资本结构，其中约占 70% 的企业，认为“合理”的资本结构应该是资产负债率位于 40%—60% 之间。在这些认为应该设定一个“合理”的目标资本结构的公司中，有将近一半(44%)的公司目前的资产负债率未达到自己认为“合理”的资本结构区间。占全部样本 90% 的公司目前的资产负债率在其认定的最高承债能力之内，仅有 10% 的公司目前的资产负债率已经超过了自己认为的最高承债能力。这说明目前大多数上市公司的资产负债率偏低，未达到自己理想中“合理”的资本结构或超出自己认定的最高承债能力。此外，我们还考察了公司治理对公司融资偏好及资本结构的优化选择的影响。研究发现，“内部人控制”是股权融资偏好的重要原因，高级管理人员出于自身业绩评价的原因，也偏好较低的资产负债率。上述调研结果表明，中国上市公司的融资决策，既表现出与经典理论相符的一面，又表现出鲜明的特色，其中最为典型的是中国上市公司的“股权融资偏好”。之所以出现这一偏好，既有整个市场的制度原

因,也有公司治理方面的原因。

为了更好地理解股权融资成本高低究竟取决于什么,我们进一步采用线性回归模型来考察我国 A 股上市公司股权融资成本的决定因素。分析表明,虽然传统理论认为股票 β 系数是股权成本的主要决定因素,但其他因素如负债率、企业规模、B/M 比等也是决定企业股权成本的重要影响因素。此外,不同行业的股权融资成本存在显著差异,具体而言,传播文化、电子等新兴产业的股权成本相对较高,而纺织、建筑、交通运输、金属与非金属制品等传统产业的股权成本相对较低。分析还表明,企业经营风险、信息不对称和代理问题等指标并非是影响企业股权成本高低的重要因素。根据上述实证分析结果,我们可以得出如下结论:(1)目前有关研究在试图从融资成本角度解释上市公司股权融资偏好时,往往不考虑各上市公司在融资成本方面的巨大差异,而本文研究结果表明,各上市公司的融资成本存在显著差异,并考察了导致融资成本出现差异的一些重要因素,从而为更好地探讨上市公司融资行为差异提供了理论基础。(2)上市公司在进行融资决策时,往往需要准确测算其潜在的融资成本,传统的 CAPM 模型主要根据股票 β 系数来测算股权融资成本,而本文研究表明,虽然股票 β 系数是股权成本的重要决定因素,但企业其他特征和行业特征等也同样重要,从而为企业更好预测其融资成本提供了依据。(3)经营风险、信息不对称和代理问题等企业基本面指标并非决定股权成本高低的重要因素,这表明在样本期间,我国股市脱离企业基本面进行炒作的风气还较浓,因此,有必要对那些明显偏离企业基本面的恶性投机行为加强监管,以促进企业股权融资成本的合理化,提高我国股市的资源配置效率。

关于北京、上海及深圳三地上市公司融资行为和融资结构的比较性研究表明,行业因素对某些地区上市公司的资本结构存在显著影响,但宏观经济环境对资本结构没有明显作用;各地上市公司在负债融资决策上对不同因素的重视程度有所不同;在上述三地,对总负债率都具有显著影响的因素主要是企业规模、成长性、获利能力和短期流动能力;非负债税盾和企业风险对上海和深圳上市公司的资本结构也具有解释作用;对三地的长期负债率都具有显著影响的因素是企业的成长性;固定资产担保价值和非负债税盾对深圳

上市公司的长期负债率也具有影响；资产模型和收入模型的回归结果比较接近，但资产模型比收入模型具有更好的拟合效果；处于所有行业中的企业都非常重视短期偿债能力，各行业的企业在决定资本结构时重视的因素不同；同一因素对不同行业企业的资本结构具有从方向上和程度上都不同质的影响；同上海和深圳上市公司相比，北京上市公司利用负债避税的意识还很薄弱。此外，针对北京上市公司，通过对年报中披露的发行新股和配股等募集资金的用途的统计，发现北京上市公司的募集资金的主要用途包括六个方面：投资于项目、补充流动资金、归还贷款、出借给其他企业、购买国债或以其他方式的短期投资、银行存款。通过对年报中详尽披露的 18 家样本公司的 57 个样本年度的统计，以上六种用途占募集资金的比例依次为：58.33%、9.58%、3.12%、0.03%、1.71% 和 27.23%。这意味着只有不到 60% 的资金是用于企业主营业务的。

综上所述，本项研究的主要创新和贡献表现为：(1) 采用资本市场实证研究和问卷调查研究相结合的研究方式，互相补充，互相印证；(2) 在国内首次引入剩余收益折现模型，系统地、较以往同类研究更为精确地测算 A 股上市公司的融资成本，并在此基础上验证了“融资成本并不能全面解释 A 股上市公司股权融资偏好”这一重要观点；(3) 通过问卷调查，发现了 A 股上市公司融资选择中的一些具体的行为动机，以及公司治理对公司融资行为产生的影响，而这是实证研究所不能直接观察得到的；(4) 系统性地研究了 A 股上市公司股权融资成本的主要决定因素，从而可以更具体地理解各类上市公司的融资行为特征形成的基本原因；(5) 进行了代表性经济地区上市公司融资行为和融资结构的比较性研究。

希望本项研究所得到的基本发现有助于人们深化对中国上市公司融资行为和融资结构成因的认识，同时也能够为政府有关部门完善上市公司融资的法律规定和融资环境，以及我国上市公司优化融资结构提供理论指导。

中国上市公司股权融资 偏好解析

——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗？

陆正飞 叶康涛

1. 引言

中国上市公司存在显著的股权融资偏好(黄少安和张岗, 2001; 阎达五等, 2001)。而西方的理论和实证研究都表明, 企业优先偏好内部融资, 其次是债务融资, 最后才是股权融资, 即所谓的融资顺序理论(Myers, 1984; Myers 和 Majluf, 1984)。为什么我国上市公司的融资偏好选择不符合该理论? 对此, 我国学者多将其归因于中国上市公司的股权融资成本偏低(黄少安和张岗, 2001; 高晓红, 2000)。

然而, 我们的研究显示, 一些实施了股权融资的公司, 其股权融资成本要远高于债权融资成本, 而另一些股权融资成本较低同时也具备股权再融资条件的企业却选择了债权融资, 这说明融资成本未必是解释我国上市公司融资行为的惟一因素。西方有关企业融资行为的研究确实表明, 企业融资行为除了受到融资成本制约之外, 还受到破产风险、负债能力约束、代理成本和控制权等因素的影响(Harris 和 Raviv, 1991; Tirole, 2001)。因此, 仅从融资成本角度来解析我国上市公司的融资行为, 很可能是不够的。为此, 本文拟在更加精确测算我国上市公司融资成本的基础上, 从一个更为广阔的角度考察我国上市公司的融资行为和融资偏好。本文的研究目的, 主要是想解

答如下两个问题：(1) 中国上市公司的股权融资偏好行为是否完全缘于股权融资成本偏低？(2) 如果不是的话，那么还有哪些因素能够解释我国上市公司的股权融资偏好现象？

本文第二部分考察了上市公司融资成本与融资行为之间的关系。第三部分进一步研究破产风险、负债能力约束、代理成本和控制权等因素对上市公司融资行为的解释能力。第四部分为结论、政策建议及研究局限等。

2. 中国上市公司的融资成本

2.1 融资成本的测算方法

2.1.1 股权融资成本测算方法

以往在计算股权融资成本时，一般以当年每股股利或当年每股收益除以股票市价作为股权融资成本，其不足是没有考虑企业股利和收益在未来年度的变化。为了克服该问题，Gordon-Shapiro 在其股权成本模型中增加了一个固定的股利增长率，然而，该模型仍存在一定缺陷，因为很少有公司能够做到使其股利增长率保持稳定不变，而且有关实证研究结果也并不支持该模型(Wipperfurth, 1966)。为了克服上述缺陷，Gebhardt、Lee 和 Swaminathan (2003)引入了剩余收益折现模型来计算股权融资成本，其研究结果显示，该模型在对股权成本的预测能力方面要优于传统的股权成本计算模型。为此，本文也采用该模型来计算我国上市公司的股权融资成本。

剩余收益折现模型的含义是：企业面临的股权成本，即为使企业未来净现金流现值与当前股票价格相等的内含报酬率。从数学角度而言，剩余收入模型等价于我们熟悉的股利折现模型。根据股利折现模型，股票价格为其预期股利的现值，即：

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(D_{t+i})}{(1+r_e)^i}$$

其中： P_t 为股票现价， $E_t(D_{t+i})$ 是在第 t 期时所预测的第 $t+i$ 期股利。假定企业的收益和所有者权益账面值采用“干净盈余”(clean surplus)会计方法^①，

^① 干净盈余要求影响所有者权益账面值的所有收益和损失都已包含在净收益数据中，即各期之间的所有者权益账面值的变化等于净收益减去股利支付。

则不难证明, 上述等式可以改写为:

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t [NI_{t+i} - r_e B_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i} = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t [(ROE_{t+i} - r_e) B_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i}$$

其中: B_t ——第 t 期的所有者权益账面值

$E_t[\cdot]$ ——根据第 t 期的信息所进行的预测

NI_{t+i} ——第 $t+i$ 期的净收益

r_e ——权益资本成本

ROE_{t+i} ——第 $t+i$ 期的净资产收益率, 注意: 这里的 ROE_{t+i} 计算公式为 NI_{t+i} / B_{t+i-1} 。

上述等式是以一种无穷期限的方式来预测企业价值, 但在实际计算过程中, 我们必须确定有限的预测期, 对于预测期之外的收益流, 则以一个终值 (terminal value) 来反映。为此, 我们采取如下公式来计算企业的权益资本成本:

$$P_t = B_t + \frac{FROE_{t+1} - r_e}{(1+r_e)} B_t + \frac{FROE_{t+2} - r_e}{(1+r_e)^2} B_{t+1} + \frac{FROE_{t+3} - r_e}{(1+r_e)^3} B_{t+2} + TV$$

其中: P_t ——股票的增发或配股价格; 若公司当年没有实施股权再融资, 则以其上年度每股收益 $\times$ 当年配股市盈率中位数作为该公司 (潜在的) 股权再融资发行价格。^①

B_t ——第 t 期的每股净资产, 即企业再融资年份的期初每股净资产。由于企业在再融资之后, 其每股净资产一般会大幅提高, 因此, 我们这里采用调整后的期初每股净资产, 即 $B_t = B_{t+1} - (EPS_{t+1} - DPS_{t+1})$ 。其中, B_{t+1} 为期末每股净资产, EPS_{t+1} 为当期每股收益, DPS_{t+1} 为当期每股股利。

r_e ——权益资本成本 (即我们所要求的数据)。

$FROE_{t+i}$ ——第 $t+i$ 期的预测净资产收益率。由于我国并没有独立的中介机构发布有关上市公司盈利预测信息, 因此, 我们这里采用企业第 $t+i$ 期的实际 ROE 作为替代, 这里 ROE 计算公式为: NI_{t+i} / B_{t+i-1} 。

① 胡继之和王文立 (1999) 的研究表明, 决定配股价格的基本因素为每股收益和配股市盈率。而各公司配股市盈率又主要取决于市场平均市盈率、公司前景以及行业特性等。我们这里虽然没有考虑公司和行业因素对配股价格的影响, 但该计算结果应是系统无偏的。此外, 这里采用配股市盈率中位数而非平均值, 是为了消除异常值的影响。

$B_{t+i} = B_{t+i-1} + EPS_{t+i} - DPS_{t+i}$ 。我们假定 $DPS_{t+i} = k \times EPS_{t+i}$ ，其中 k 为当期股利支付率。

TV 为终值，其计算公式为：

$$TV = \sum_{i=4}^{T-1} \frac{FROE_{t+i} - r_e}{[1+r_e]^i} B_{t+i-1} + \frac{FROE_{t+T} - r_e}{r_e [1+r_e]^{T-1}} B_{t+T-1}$$

本文的预测区间为 12 期(即 $T=12$)^①，并假设第 12 期之后的 ROE 一直维持在行业平均 ROE 水平上，即从长期来看，企业的收益水平将与行业平均水平趋同，这个假设与微观经济学中的厂商长期利润平均化的理论相符。同时，假设第 $t+4$ 期至第 $t+11$ 期的 ROE 向行业平均 ROE 直线回归。在计算行业平均 ROE 时，我们采用上海和深圳证券交易所的分类方法，将所有上市公司分成 21 类行业，行业平均 ROE 为 1991—2000 年间同行业所有公司的平均 ROE 。在计算时，舍弃了亏损年份的 ROE ，因为从长期来看，亏损公司最终要退出该行业，从而盈利年份的 ROE 能够更好反映行业长期均衡收益率。同时，也剔除了个别异常的年收益率数据(如剔除了某公司某年 6 000% 的净资产收益率)。

利用上述这些假定，便可以计算出 r_e ，即企业的股权融资成本。^②

2.1.2 债权融资成本测算方法

本文采用上市公司当年新增长期借款利率作为企业面临的边际债权成本。企业当年新增长期借款利率反映了企业当年新举借长期债务的成本，因此，较为接近企业实际面临的边际债权融资成本。不少上市公司在其年报中都会披露其长期借款(包括往年和新增)的利率。不过，部分上市公司并不披露该信息，对于这些公司，我们根据同期银行长期贷款利率来计算该公司所面临的边际债权融资成本。

企业面临的债权融资成本即为：

$$r_d = I \times (1 - t)$$

其中， I 为上市公司当年新增长期借款利率， t 为企业当年实际所得税率。

① Gebhardt, Lee 和 Swaminathan(2003)认为，该模型的预测区间应该不少于 12 期，为此，这里采用 $T=12$ 作为本文的预测区间。

② 我们这里并不考虑股票的发行成本，由于股票发行成本一般为发行金额的 1%—2%，因此，假设在不考虑股票发行成本时计算得到的股权融资成本为 5%，则在考虑发行成本情况下，企业股权融资成本约为 5.05%—5.1% 左右。相比而言，对本文结论并不会造成太大影响。

2.2 中国上市公司的融资成本

我们根据上述计算方法,分别测算了1998—2000年间我国上市公司的股权融资成本和债权融资成本,并考察融资成本对企业融资行为的影响。

我们按照如下标准选取样本公司:(1)1997年1月1日之前在上海和深圳证券交易所上市的A股公司;(2)1998—2000年间具有配股资格的公司;(3)1998—2000年间实施了外部融资(股权融资或债权融资)的公司。其中,第一条标准主要是为了确保有关数据的可获得性;其余两条标准主要是为了更好考察上市公司在具备股权融资条件同时也有外部融资需求情况下的融资行为和融资偏好。此外,只要公司股东大会通过了股权融资方案,即使该配股方案没有被证监会通过,我们也视为该公司实施了股权融资,这主要是为了将公司的被动放弃配股行为(被证监会否决)与其主动放弃配股行为相区分。通过该选择标准,共得到442个样本数据。有关配股和增发的资料来自巨潮资讯网(www.cninfo.com.cn),其他财务数据来自万得资讯系统(www.wind.com.cn)以及上交所和深交所网站公布的上市公司年报。

为了更好考察融资成本对企业融资行为的影响,我们将这些实施了外部融资的样本公司分为三类:(1)只实施股权融资公司;(2)只实施债权融资公司;(3)同时实施股权和债权融资公司,并分别计算其平均融资成本。样本数据描述性统计列示在表1中。

从表1,我们可以发现,在这期间,上市公司平均股权融资成本一般要低于平均债权融资成本(表1中的t检验显示这种差异性在0.05水平下显著)。从这点来看,我国上市公司的股权融资偏好是由于股权融资成本偏低的论断似乎可以成立。

然而,这只是从市场平均融资成本角度得出的结论,如果从不同类别企业来看,我们注意到1999年和2000年只实施股权融资公司的平均股权成本与平均债权成本之间并没有显著差别(t检验不显著)。同时,从各个企业具体情况来看,我们发现,在这三年间实施过股权再融资的上市公司中,有24.15%(即 $(25+25)/(73+134)$)的公司其股权融资成本高于债权融资成本,尤其在1999年,只实施股权融资的上市公司中,竟有63.16%的公司股权融资成本高于债权融资成本。例如,“石油大明”2000年实施了