

资本结构与股权结构、股权性质的关系

钟宜彬

(南京审计学院 会计学院, 江苏 南京 211815)

摘要:上市公司股权融资偏好会降低资产负债率,控股大股东的“掏空”行为会提高资产负债率,大股东控制的上市公司同时存在着股权融资偏好和控股股东的“掏空”行为。通过对2007年和2008年上市公司数据的分析发现:大股东持股比例对资产负债率没有显著影响;股权性质对资产负债率、留存比率、负债结构有影响,其中国有控股企业资产负债率、长期负债比率最高,自然人控股企业留存比率最高、资产负债率最低。

关键词:资本结构;股权性质;股权结构;股权融资;“掏空”行为

中图分类号:F271 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-8750(2011)01-0066-07 **收稿日期:**2010-10-25

作者简介:钟宜彬(1970—),男,安徽含山人,南京审计学院会计学院讲师,主要研究方向为会计信息。

一、引言

权衡理论认为,企业负债率的上升将带来风险和费用的增加,企业不可能无限制地追求减税收益。企业进行适度的负债融资,有助于提高企业价值,但随着企业债务的增加,公司陷入财务困境甚至破产的可能性也会随之增加,相应的破产成本、财务困境成本以及负债代理成本都会随之增加,从而导致了企业价值降低。资本结构对企业价值产生一种非线性的影响,即“倒U型”的影响,企业存在目标资本结构。

国内众多学者分析了资本结构对盈利能力的影响。陆正飞论证了获利能力和资本结构有着显著的负相关关系^[1],李善民认为在亏损的公司中净资产收益率与企业的总负债、短期负债率均呈显著的负相关关系^[2],吕长江、韩慧博的研究发现随着上市公司负债率的提高,资产利润率与每股收益都呈下降趋势^[3]。另一方面陈维云和胡援成论证了负债率与公司业绩呈正相关关系^[4-5],洪锡熙得出了企业盈利能力越强,负债水平越高的结论^[6],王娟以净资产收益率为解释变量得出的研究结果证明获利能力与资本结构正相关^[7]。

对融资偏好理论的研究由来已久,有关理论模型主要有基于对称信息的资本结构理论,基于信息不对称理论的优序融资理论等。Myers和Majluf的优序融资理论提出了企业融资通常都遵循所谓的“啄食顺序”,即先内源融资、再外源融资,在外源融资中优先考虑债权融资,不足时再考虑股权融资^[8]。国外的许多实证研究,如Titman和Wessel的研究验证了优序融资理论^[9]。然而,我国众多学者的研究发现中国上市公司融资行为却呈现出与发达国家上市公司截然不同的融资偏好,在内源与外源融资选择上,我国上市公司更偏向于外源融资来满足资金需求,在股权与债权融资选择上,我国上市公司更倾向于股权融资^[10-11]。股权融资会降低企业资产负债率,但同时上市公司存在控股大股东“掏空”行为,“掏空”行为必然引起上市公司资金紧张,需要增加负债融资^[12]。股权融资和“掏空”行为究竟对资产负债率产生什么影响?本文试图通过实证研究,证明股权融资和“掏空”行为存在对冲现象,大股东持股比例不影响资产负债率,而股权的性质对资产负债率、留存比例、长期负债比率有影响。本文的创新在于从股东持股比例角度研究资产负债率,并对资本内部结构(留存比率和长期负债比

率)进行探讨。

二、文献的回顾和假设的提出

(一) 文献的回顾

1. 适度的股权集中有利于降低资产负债率,提高留存比率

适度股权集中有利于降低代理成本,提升企业业绩,为内部融资提供支持。Jensen 和 Vishny 认为公司的机制取决于公司内部股东所占有的股份比例,所有权的适当集中有利于公司绩效的提升^[13]。孙永祥、黄祖辉等的实证研究支持这一结论^[14]。Shleifer 和 Vishny 认为公司大股东有很强的动力监督经理人员以保护自身的利益,许多实证研究也支持了大股东有效监督假设^[15]。与此同时,Yafeh 和 Yosha 的实证研究表明大股东治理的公司,其广告费用、研发费用和管理人员休闲娱乐费用均有大幅度的下降^[16]。

2. 股权融资偏好提高了所有者权益比重,使资产负债率下降

国内很多文献都证明了上市公司有股权融资偏好^[17-18]。黄少安认为公司选择股权融资是基于融资成本的理性选择,他得出股权融资成本的上限为 2.42%,比同期企业债券利率和银行借款利率都低^[17]。宋衍蘅基于对上市公司配股动机的分析,提出对股权融资偏好的解释,她认为在中国特殊的制度背景下,企业由于资金饥渴症的存在或制度不确定性或其他原因而产生了额外资金需求。配股是第一大股东实现自己利益的可能手段。上市公司控股股东能够通过融资活动享有全部的控制权收益和绝大部分的净资产增值收益,而只需要按股权比例承担部分未来现金流减少的损失,因此,上市公司的股权融资偏好最为强烈^[18]。

3. 控股股东的“掏空”行为提高了资产负债率,降低了留存比率

国外学者 LaPorta 等人指出由于股权集中在大股东手中,大股东有足够的控制力控制上市公司,并通过影响上市公司的各种决策来谋取控制权的私人收益^[19]。Lee 认为当大股东持股比例较高时倾向于发放现金股利,现金股利作为隧道挖掘的一种工具,从上市公司转移资金^[20]。余明桂认为控股股东以三种方式转移上市公司资源:第一直接占用上市公司资金,第二利用关联交易转移

上市公司资产,第三利用上市公司进行借款担保^[21]。原红旗认为非流通股持股比例越高的公司越倾向于派发更高的现金股利^[22]。邓建平将上市公司的股权结构划分为绝对控股、相对控股和制衡性控股三类,检验结果表明存在绝对控股性股东的上市公司现金股利支付率较高^[23]。易颜新证明了股权集中度越高,公司分配现金比例越高,股权集中度与现金股利支付呈正相关关系^[24]。

(二) 假设的提出

根据上述分析,股权融资会降低资产负债比率,但同时控股股东的“掏空”行为又会提高资产负债比率,大股东控制的上市公司同时存在着股权融资偏好和控股股东的“掏空”行为,对企业的资产负债率起着相反的影响。本文预期第一大股东持股比例不影响资产负债率,还预期它对资本内部结构也没有影响。故本文提出假设 1:

假设 1. 法人控股企业的资产负债比率、留存比率、长短比率(长期负债/短期负债)与第一大股东持股比例不相关。

徐晓东、陈小悦研究表明第一大股东为国有股东的公司具有更大的财务杠杆比率,具有相对高的长期债务水平,这表明在政府干预下,具有“政治关系”的公司即使在缺乏债权人法律保护下仍能获得银行长期贷款的支持^[25];孙铮认为在银行公有和企业公有的产权制度安排下,政府干预作为司法体系的替代机制,降低了债务契约的履约成本,第一大股东为国有股东的公司很容易获得银行长期贷款的支持^[26]。

国有控股企业通常纳入政府的监管框架下,政府直接选派最高管理人员,公司需要严格按照国家的相关法律和制度建立各级机构,从而使公司日常运营被置于一种严密且复杂的监控网中。作为公司大股东的政府,在总体上缺乏“掏空”上市公司的动机,对现金股利的欲望也不强。国有企业追求规模扩张对经营者获取更多的在职消费以及其他的隐性激励有好处。由于留存利润为企业投资、规模扩张提供了资金来源,而且对其使用的审核监督较少。所以本文预期理性的内部人会选择少支付或不支付现金股利,更多地将现金留存在企业内部以谋求个人利益最大化。本文提出假设 2:

假设 2. 国有控股企业和境内法人控股企业

相比,资产负债比率、留存比率、长短比率较高。

和国有控股企业及境内法人控股企业相比,自然人控股的企业代理成本要低得多,企业更愿意按照价值最大化的方式来进行资本结构决策,相对而言更符合 Myers 和 Majluf 的优序融资理论,即先内源融资、再外源融资。我们预期在自然人控股的企业,资产负债率较低,留存比率较高。同时由于自然人控股企业和国有控股企业相比具有较好的业绩,徐晓东、陈小悦比较了国有控股和非国有控股企业在业绩方面的差异,发现第一大股东为非国家股股东的公司无论是托宾 Q 值、资产收益率、主营业务资产收益率,还是净资产收益率均显著地高于国家股股东的公司^[25]。所以本文预期自然人控股企业留存比率最高。我国目前债券市场不发达,而且发行资格要求高,自然人控股企业债券融资困难;另一方面银行长期贷款发放的次序是国有控股企业、法人控股企业、其他,自然人控股企业获得长期贷款比较难,本文预期自然人控股企业长期负债率最低。本文提出假设 3:

假设 3. 自然人控股企业的资产负债比率和长短比率最低、留存比率最高。

三、研究设计

本文样本来自于国泰安数据库。实验数据为 2007 年,验证数据为 2008 年(因为 2007 年上市公司开始实施新会计准则和完成股权分置改革)。本文收集的样本中不包括金融业、ST 企业和数据缺失企业、极值的企业,共收集有效样本 1300 个。其中国家股 219 个,国有股 20 个,国有法人股 562 个,境内法人股 422 个,自然人股 77 个。为了研究法人控股企业大股东持股比例的影响,假设 1 的法人控股企业包括国有法人控股企业和境内法人控股企业,有效样本 984 个。由于国家股、国有股和国有法人股企业在比值上较接近,为了方便国有控股企业和境内一般法人控股企业的对比,假设 2 的国有控股包括国家股、国有股和国有法人股,共 805 个样本。对假设 1 的检验主要是相关性分析,对假设 2 和假设 3 的检验主要是回归分析。假设 2 和假设 3 的回归方程如下。

假设 2 的回归方程: 负债比率(留存比率、长短比率) = $a + \lambda_1 \times \text{state} + \lambda_2 \times \text{growth} + \lambda_3 \times \text{size} +$

$$\lambda_4 \times \text{profit} + \lambda_5 \times \text{undul} + \lambda_6 \times \text{assure} + \lambda_7 \times \text{fluid} + \lambda_8 \times \text{flow} + \lambda_9 \times \text{time} + \delta$$

假设 3 的回归方程: 负债比率(留存比率、长短比率) = $a + \lambda_1 \times \text{per} + \lambda_2 \times \text{growth} + \lambda_3 \times \text{size} + \lambda_4 \times \text{profit} + \lambda_5 \times \text{undul} + \lambda_6 \times \text{assure} + \lambda_7 \times \text{fluid} + \lambda_8 \times \text{flow} + \lambda_9 \times \text{time} + \delta$

表 1 假设 2 和假设 3 回归方程变量说明

	变量名称	变量说明
因变量	负债比率 debt	负债总额/总资产
	留存比率 remain	(盈余公积 + 未分配利润) / 所有者权益
	长短比率 lensh	长期负债/短期负债
自变量	国有控股 state	是国有控股企业取 1, 否则取 0
	自然人控股 per	是自然人控股企业取 1, 否则取 0
控制变量	成长性 growth	资产市值/资产账面值
	规模 size	总资产自然对数
	盈利能力 profit	净利润/平均资产
	波动性 undul	主营业务收入三年标准差
	担保价值 assure	固定资产/总资产
	资产流动性 fluid	流动资产/流动负债
	现金流量 flow	经营活动现金流量/总资产
	上市时间 time	上市年数的自然对数

四、验证结果

(一) 对假设 1 的检验

为了验证法人控股企业的负债比率、留存比率、长短比率与第一大股东持股比例的不相关关系,本文首先根据第一大股东持股比例进行样本分组,持股比例小于 20% 的为低持股组,持股比例大于 50% 为高持股组。本文先对两组样本进行统计描述和 T 检验,看两组均值有无显著差异,然后进行全样本相关分析,验证负债比率、留存比率、长期负债率与第一大股东持股比例是否相关。

从资产负债比率统计结果来看,持股比例低的组均值为 48.88%, 持股比例高的组均值为 49.01%, 两者没有明显变化,从表 3 的 T 值检验看, t 值为 -0.064, 显著值 0.949 大于 0.05, 不能验证两组均值有差别,即不能验证持股比例影响了资产负债比率。

从留存比率统计结果来看,持股比例低的组均值为 18.63%, 持股比例高的组均值为

20.43%，两者有变化，但从表3的T值检验看，t值为-1.280，显著值0.201大于0.05，不能验证两组均值有差别，即不能验证持股比例影响了留存比率。

从长短比率统计结果来看，持股比例低的组均值为35.82%，持股比例高的组均值为31.21%，两者有变化，但从表3的T值检验看，t值为0.558，显著值0.578大于0.05，不能验证两组均值有差别，即不能验证持股比例影响了长短比率。

从表4相关分析可以看出，持股比例和资产负债比率、留存比率、长短比率的相关系数均很

小，证明持股比例和负债比率、留存比率、长短比率基本不相关。

表2 假设1分组统计描述

性质	N	Mean (%)	Std. Deviation	Std. Error Mean
负债比率 低持股组	116	48.88	17.89	1.66
高持股组	225	49.01	17.81	1.18
留存比率 低持股组	116	18.63	28.98	2.69
高持股组	225	20.43	34.59	2.30
长短比率 低持股组	116	35.82	121.23	11.26
高持股组	225	31.21	54.66	3.64

表3 假设1分组统计T检验

		Levene's Test		t - test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2 - tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95%	
									Lower	Upper
负债比率	Equal	0.084	0.772	-0.064	339	0.949	-0.13036	2.03892	-4.14	3.88
	not Equal	-	-	-0.064	231.473	0.949	-0.13036	2.04198	-4.15	3.89
留存比率	Equal	0.586	0.445	-1.280	339	0.201	-4.79881	3.74839	-12.17	2.57
	not Equal	-	-	-1.354	270.890	0.177	-4.79881	3.54376	-11.78	2.18
长短比率	Equal	2.176	0.141	0.693	339	0.489	6.60392	9.53558	-12.15	25.36
	not Equal	-	-	0.558	139.578	0.578	6.60392	11.83105	-16.79	30.00

表4 假设1的相关分析

		负债比率	留存比率	长短比率
持股比例	Pearson Correlation	-0.003	0.060	0.027
	Sig. (2 - tailed)	0.336	0.091	0.398
	N	984	984	984

(二) 对假设2的验证

为验证“国有控股企业和境内法人控股企业相比，负债比率、留存比率、长短比率较高”，本文将国有控股企业作为一组，境内法人企业作为另一组，首先比较两组数据的均值，然后进行T检验，最后进行回归分析。

从资产负债比率统计结果来看，表5显示国有控股组负债比率均值为50.67%，境内法人控股组均值为48.57%，两者有差别，从表6的T值检验看，t值为1.943%，显著值0.042%，国有控股企业和境内法人控股企业的资产负债率有差别，但不具有显著差异。

从留存比率统计结果来看，国有控股组留存比率均值为19.29%，境内法人控股组均值为10.30%，两者有变化，从表6的T值检验看，t值为2.207，显

著值0.028小于0.05，证明两组均值差别显著，即国有控股企业的留存比率比境内法人控股企业高。

表5 假设2分组统计描述

股权性质	N	Mean (%)	Std. Deviation	Std. Error Mean
负债比率 国有控股	805	50.67	17.58	0.61963
境内法人控股	422	47.57	18.25	0.88855
留存比率 国有控股	805	19.29	37.19	1.31089
境内法人控股	422	10.30	79.25	3.85792
长短比率 国有控股	805	33.22	68.63	2.41906
境内法人控股	422	18.80	37.71	1.83592

从长短比率统计结果来看，表5显示国有控股组长短比率均值为33.22%，境内法人控股组均值为18.80%，两者有变化，从表6的T值检验看，t值为4.748，显著值0.000小于0.05，证明两组均值差别显著，即国有控股企业的长短比率比境内法人控股企业高。

表7为假设2回归方程变量国有控股state的相应数据，资产负债比率的B值较小，显著性不明显，留存比率和长短比率B值显著，而且都是正值，说明国有企业的留存比率和长短比率比境内一般法人企业高，资产负债比率有差异但不显著。

表 6 假设 2 分组统计 T 检验

		Levene's Test		t - test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2 - tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95%	
								Lower	Upper	
负债比率	Equal	0.27	0.604	2.166	1225	0.049	2.11	1.07	0.00	4.21
	not Equal	-	-	2.143	827.55	0.042	2.11	1.08	-0.02	4.23
留存比率	Equal	11.92	0.001	2.703	1225	0.007	8.99	3.33	2.47	15.52
	not Equal	-	-	2.207	520.2	0.028	8.99	4.07	0.99	17.00
长短比率	Equal	23.15	0.000	4.010	1225	0.000	14.42	3.60	7.36	21.47
	not Equal	-	-	4.748	1222.4	0.000	14.42	3.04	8.46	20.38

表 7 假设 2 回归方程国有控股变量 state 的相应数据 (5%水平)

	负债比率	留存比率	长短比率
B	2.113	6.473	8.012
T	1.871	2.047	3.071
sig	0.544	0.041	0.002

(三) 对假设 3 的验证

为验证“自然人控股企业的负债比率和长短比率最低、留存比率最高”,本文首先比较两组数据的均值,然后进行 T 检验,最后进行回归分析。

表 8 显示自然人控股组的资产负债率均值为 39.98%,资产负债率最低,法人控股组次之;自然人控股组留存比率为 32.22%,留存比率最高,国有控股组次之;自然人控股组长短比率为 11.18%,长短比率最低,法人控股组次之。

由于法人控股和自然人控股在负债比率、长短比率上接近,所以对法人控股组和自然人控股组进行负债比率、长短比率的 T 检验,对国有控

股组和自然人控股组进行留存收益的 T 检验。从表 9 的 T 值检验看,负债比率、留存比率和长短比率均显著,说明自然人控股企业留存比率最高,负债比率和长短比率最低。

表 10 为假设 3 回归方程的结果,负债比率、留存比率和长短比率 B 值均显著。留存比率 B 值为正数,负债比率和长短比率 B 值为负数,说明自然人控股企业留存比率高、负债比率和长短比率低。

表 8 假设 3 分组统计描述

持股比例		负债比率	留存比率	长短比率
国有控股	N	239	239	239
	Mean(%)	52.40	21.04	32.77
国有法人控股	N	562	562	562
	Mean(%)	49.79	21.01	33.51
法人控股	N	418	418	418
	Mean(%)	48.29	16.43	18.88
自然人控股	N	77	77	77
	Mean(%)	39.98	32.22	11.18
Total	N	1296	1296	1296
	Mean(%)	49.20	20.20	27.33

表 9 假设 3 分组统计 T 检验

		Levene's Test		t - test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2 - tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95%	
								Lower	Upper	
负债比率	Equal	0.003	0.953	-3.738	493	0.000	-8.38	2.24	-12.79	-3.98
	not Equal	-	-	-3.795	108.880	0.000	-8.38	2.21	-12.76	-4.00
长短比率	Equal	5.229	0.023	-1.773	493	0.077	-7.76	4.38	-16.37	0.84
	not Equal	-	-	-2.683	199.206	0.008	-7.76	2.89	-13.47	-2.06
留存比率	Equal	6.185	0.013	3.565	637	0.000	11.21	3.14	5.04	17.38
	not Equal	-	-	6.137	195.845	0.000	11.21	1.83	7.61	14.81

下面本文用 2008 年的数据对 2007 年的结论进行验证。数据为 2007 年样本在 2008 年度的对

应数据,不包括金融业、ST 企业和数据缺失企业、极值的企业,共收集有效样本 1300 个。

表 10 假设 3 回归方程自然人控股变量 per 的相应数据(5%水平)

	负债比率	留存比率	长短比率
B	-5.981	7.607	-10.332
T	2.975	3.338	2.634
sig	0.003	0.001	0.009

表 11 为 2008 年法人控股企业大股东持股比例和负债比率、留存比率、长短比率的相关分析,从中可以看出,相关系数均很小,说明 2008 年控股股东持股比例和上市公司的负债比率、留存比率、长短比率不相关。

表 12 为按股权性质分类统计的负债比率、留存比率、长短比率,和 2007 年相比数据有变化,但分布状况没有变化。国有控股企业和境内法人控股企业相比,负债比率、留存比率、长短比率较高;自然人控股企业负债比率和长短比率最低,留存比率最高。2008 年的验证结论和 2007 年结论一致。

表 11 假设 1 的相关分析(2008 年数据)

		负债比率	留存比率	长短比率
控股股东 持股比例	Pearson Correlation	0.025	-0.090	-0.004
	Sig. (2-tailed)	0.381	0.001	0.385
	N	1266	1266	1266

表 12 按股权性质分类统计变量的统计描述(2008 年数据)

性质		负债比率	留存比率	长短比率
国有控股	N	778	778	778
	Mean(%)	50.81	20.21	31.69
境内法人控股	N	398	398	398
	Mean(%)	46.48	17.03	20.83
自然人控股	N	85	85	85
	Mean(%)	35.75	30.89	10.81
Total	N	1261	1261	1261
	Mean(%)	48.43	19.93	26.86

五、结论

在我国现有的体制下,由于股权融资的融资成本低以及资金在使用过程中缺少有效的监督,上市公司有强烈的股权融资偏好,股权融资偏好提高了所有者权益比重,降低了企业资产负债率;同时由于股权集中在大股东手中,大股东有足够的控制力控制上市公司,并通过影响上市公司的各

种决策来谋取控制权的私人收益,控股大股东的“掏空”行为减少了企业营运资金,企业为了正常生产经营活动必须增加负债融资,从而提高了资产负债率。大股东控制的上市公司同时存在着股权融资偏好和控股股东的“掏空”行为,二者对企业的资产负债率起着相反的影响。

本文使用 2007 年和 2008 年上市公司数据进行分析,得出以下结论:(1) 第一大股东持股比例对资产负债率不产生显著影响。(2) 股权性质对负债比率、留存比率、长短比率有影响。国有控股企业由于特殊的政治关系,容易取得贷款特别是长期贷款;同时国有控股企业由于代理问题严重、所有者主体缺位,和非国有企业相比,不存在严重的大股东资金占用和恶意派发现金股利问题,所以和境内法人控股企业相比,国有控股企业负债比率、长短比率、留存比率较高。(3) 自然人控股企业代理问题较小,融资时着眼于企业价值最大化,首先考虑内部融资,将企业的盈利用于企业的再发展,而不是恶意派现;同时自然人控股企业受到企业的规模、利润水平以及社会政治关系等因素的影响,在股权融资和债权融资中处于不利地位,股权融资和长期债权融资少,所以和国有控股、法人控股企业相比,自然人控股企业留存比率最高,负债比率、长短比率最低,说明外部环境影响了自然人控股企业的融资渠道。

参考文献:

- [1] 陆正飞. 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.
- [2] 李善民. 资本市场效率之初步分析[J]. 学术研究,1999(4):16-20.
- [3] 吕长江,韩慧博. 上市公司资本结构、管理者利益侵占与公司业绩[J]. 财经研究,2007(5):50-61.
- [4] 陈维云. 对资本结构财务影响因素的实证研究[J]. 财经理论与实践,2002(1):76-79.
- [5] 胡援成. 企业资本结构与效益及效率关系的实证研究[J]. 管理世界,2002(10):4-10.
- [6] 洪锡熙. 我国上市公司资本结构影响因素的实证分析[J]. 厦门大学学报:哲学社会科学版,2000(3):114-120.
- [7] 王娟. 中国上市公司资本结构影响因素的最新研究[J]. 国际金融研究,2002(8):45-52.
- [8] Myers R, Majluf T. The capital structure puzzle[J].

- Journal of Finance, 1984, 39: 51 - 67.
- [9] Titman S, Wessels R. The determinants of capital structure choice [J]. Journal of Finance, 1988, 43: 151 - 162.
- [10] 陆正飞. 中国上市公司融资行为研究——基于问卷调查的分析 [J]. 会计研究, 2003(10): 16 - 21.
- [11] 林凡. 中国上市公司融资偏好内部影响因素实证研究 [J]. 经济管理, 2005(11): 23 - 30.
- [12] 蓝发钦. 中国上市公司股利分配特征的现代经济学诠释 [J]. 管理世界, 2001(3): 123 - 134.
- [13] Jensen S, Vishny A. Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76: 392 - 408.
- [14] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效 [J]. 经济研究, 1999(12): 17 - 22.
- [15] Shleifer A, Vishny R. A survey of corporate governance [J]. Journal of Finance, 1997, 52: 161 - 135.
- [16] Yafeh J, Yosha A. Conflict of interest in universal banking: bank lending, stock underwriting, and fund management [J]. Journal of Monetary Economics, 2001, 47: 189 - 203.
- [17] 黄少安. 中国上市公司股权融资偏好分析 [J]. 经济研究, 2001(11): 59 - 72.
- [18] 宋衍蘅. 股权结构会影响筹资决策吗? ——来自中国赛格系公司的案例 [J]. 管理世界, 2003(6): 26 - 45.
- [19] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and Finance [J]. Journal of Political Economy, 1998, 106: 45 - 59.
- [20] Lee C, Rosenstein S, Rangan N, et al. Board composition and shareholder wealth: the case of management buyouts [J]. Financial Management, 1992, 21: 412 - 426.
- [21] 余明桂. 控股股东、代理问题与关联交易: 对中国上市公司的实证研究 [J]. 南开管理评论, 2004(6): 21 - 32.
- [22] 原红旗. 中国上市公司股利政策分析 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2004: 202 - 223.
- [23] 邓建平. 上市公司家族控制与股利决策研究 [J]. 管理世界, 2005(7): 139 - 147.
- [24] 易颜新. 股利政策的股东财富效应: 来自中国股市的经验证据 [J]. 南开管理评论, 2006(2): 5 - 10.
- [25] 徐晓东, 陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析 [J]. 经济研究, 2003(2): 4 - 10.
- [26] 孙铮. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据 [J]. 经济研究, 2005(5): 52 - 63.

(责任编辑: 杨凤春)

On Relationship Between Capital Structure and Equity Structure and Equity Nature

ZHONG Yi-bin

Abstract: Equity financing preference of listed companies reduce the asset-liability ratio, but tunneling behavior of controlling shareholders increases the asset liability ratio, and the listed companies of major controlling shareholders demonstrate equity financing preferences as well as emptying behavior. This research proves that share of the major shareholders has no significant effect on the asset-liability ratio, and reveals that the nature of the equity has an effect on asset-liability ratio, retention ratio and long-term debt rate. The state-owned holding enterprises hold the highest asset-liability ratio and long-term debt rate, and the natural person holding enterprises the highest retention ratio and lowest asset-liability ratio.

Key words: capital structure; equity nature; equity structure; equity financing; tunneling behavior