

定向增发对上市公司吃喝费用的影响研究

——基于上市公司的数据分析

宋志强

云南财经大学金融学院, 云南 昆明

收稿日期: 2023年9月29日; 录用日期: 2023年10月30日; 发布日期: 2023年11月7日

摘要

本文以2014~2022年A股主板、创业板、科创板中定向增发的上市公司为样本, 研究定向增发对吃喝费用的影响。通过面板固定效应回归, 本文发现: 定向增发的比例每提高1%, 吃喝费用平均降低0.54%。中小企业、低负债率的企业以及民营企业的这一关系更加突出。定向增发的公司获得资金后, 减少了对信贷资源等的需求, 进而减少了用于向政府、金融机构寻租的吃喝费用。这为进一步推动清廉金融文化建设和资本市场供给侧改革以及提高企业融资效率提供了经验和证据。

关键词

上市公司, 吃喝费用, 定向增发, 隐性腐败

Research on the Impact of Private Placement on Food and Drink Expenses of Listed Companies

—Data analysis Based on Listed Companies

Zhiqiang Song

School of Finance, Yunnan University of Finance and Economics, Kunming Yunnan

Received: Sep. 29th, 2023; accepted: Oct. 30th, 2023; published: Nov. 7th, 2023

Abstract

This paper takes the listed companies in the A-share main board, the ChiNext board and the science and technology innovation board in 2014~2022 as a sample to study the impact of the

private placement of enterprises on the cost of eating and drinking. Through the regression of the fixed effect of the panel, this study found that: For every 1% increase in the proportion of private placement, the cost of eating and drinking is reduced by an average of 0.54%. This relationship between small and medium-sized enterprises, low-debt ratio enterprises and private enterprises is more prominent. After the private placement company obtains funds, it reduces the demand for credit resources, etc., so it reduces the cost of eating and drinking for rent seeking from the government and financial institutions. This provides experience and evidence for further promoting the construction of a clean financial culture, the supply-side reform of the capital market, and improving the efficiency of corporate financing.

Keywords

Listed Companies, Eating and Drinking Costs, Private Placement, Hidden Corruption

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

(Yao, 2002) [1]认为腐败可分为隐性腐败与显性腐败。显性腐败是指明显地表现为违反国家法律法规, 并给社会公众利益造成危害的行为, 而隐性腐败行为具有较强的隐蔽性, 需要调查、取证、分析、定性才能被制裁、处理。中共十八大以后我国开启了全面反腐的新篇章, 通过全面反腐, 显性腐败的不良之风得到了一定程度的遏制。而在隐性腐败仍然存在。近年来, 习近平总书记在党中央对金融工作领导的系列重要讲话中, 多次强调清廉金融文化的重要性。并于2022年3月出台《关于深入推进银保监会系统清廉金融文化建设的知道意见(试行)》, 旨在全面培育系统清廉金融文化生态, 让金融更好的服务于实体。

融资难、融资贵的问题一直是我国企业发展的痛点, 为了解决这一难题, 政府机关、银行、证券公司等都做出了巨大努力, 但是这一问题依然严重。具体是融资渠道有限(主要以银行贷款为主), 融资结构不合理; 融资规模有限, 不能完全满足公司的资金问题; 资金成本高, 企业难以负担; 短期资本容易取得而长期资本的供给较为紧缺。分税制改革之后, 我国的地方政府掌握了更多的财政自主权(姬会英, 2011) [2]。这些问题容易催生企业的隐性腐败。

我国经济正处于转型期, 为应对融资难题, 大量企业通过隐性腐败, 以吃喝费用寻租, 与商业银行、政府建立联系, 获取企业发展所需要的资金资源等。黄玖立等(2013) [3]通过考察腐败支出对于企业定制生产的影响, 排除了正常关系资本投资假说, 发现吃喝腐败支出并非为了日常经营, 而是被当做不公平竞争的手段或者说是一种寻租手段。申宇等(2016) [4]指出通过信贷寻租, 公司可以得到原来无法获得的信贷资源以及享受原本无法享受的利率水平。通过寻租, 也可以从政府得到税收优惠、财政补贴等好处。

随着我国金融市场化进程不断推进, 极大拓宽了企业的融资渠道。徐保昌和李思慧(2019) [5]研究了金融市场化对于企业融资约束的影响, 结果表明金融市场化有助于缓解企业融资约束, 且对于非国有企业融资难问题的缓解效果更好。上市融资作为金融市场融资的重要手段受到越来越多企业的青睐。中国股市三十多年来稳步发展, 为超过五千家上市企业提供融资服务。目前A股市值仅次于美国, 位于世界第二。股市有促进资源合理配置的作用, 为上市公司筹集资金, 在一定程度上解决企业的融资难题。其

中，股市融资主要有两种方式：首次公开发行(IPO)与再融资。其中，定向增发作为我国股市再融资的主要方式，增发程序简单、高效、市场化定价且对发行主体要求不高，赢得了大量上市公司的青睐。2012~2019年，定向增发融资总额占资本市场直接融资总额的69% (李明操等, 2022) [6]。那么作为直接融资的重要组成部分，定向增发市场规模的扩大，是否可以缓解由于间接融资方式以及政府干预带来的融资难问题，从而减轻公司的隐性腐败、减少公司的吃喝费用呢？

本文通过收集2014年至2022年A股主板、创业板与科创板等板块定向增发的上市公司的相关财务数据、公司治理指标等，试图深入考察：(1) 上市公司的定向增发是否能够减少上市公司的吃喝腐败费用，降低上市公司的隐性腐败程度；(2) 上市公司的产权性质、负债率等指标是否会影响定向增发对于吃喝费用的效应。

本文一共分为六个部分：第二部分是文献回顾与研究假设的提出，第三部分是数据搜集与模型构建，第四部分是实证结果与分析，第五部分是稳健性检验，最后一部分为本文的结论与启示。

2. 文献回顾与研究假设

对于腐败的测度一般有两种方式：一种是利用调查数据来提取公司腐败的相关数据，黄玖立等(2013) [3]使用世界银行中国企业问卷调查数据考察了腐败对企业产品销售行为的影响，李捷瑜和黄宇丰(2010) [7]等运用欧洲复兴开发银行(EBRD)在转型经济国家进行的BEEPS调查数据研究了转型经济中企业增长与贿赂的关系，张璇等(2017) [8]运用2005年世界银行对中国企业的调查数据，考察吃喝费用和企业出口之间的关系。不同于以往的调查问卷，Cai等(2011) [9]提出加总业务招待费与差旅费构成ETC(业务招待费和差旅费之和)指标来衡量企业的腐败。由于调查问卷是较为主观的数据，腐败本身属于违法违规行为，企业与高管不会选择“自带镣铐”，所以相关调查问卷用于测度腐败的准确性值得商榷。而财务报表中的差旅费指标与业务招待费指标属于规定科目，企业进行谎报瞒报的可能性较小。因此本文采用财务报表中的指标来衡量腐败支出。而差旅费指的是企业员工出差途中的费用支出，包括交通工具的票价、住宿费、伙食费等支出。差旅费与公司生产经营、开拓业务等事项密切相关，所以差旅费的合法性也比业务招待费更高。翟学伟(2004) [10]指出人情文化的运作方式同情理社会相契合，并在中国社会占据重要位置，通过人情和面子的运作，能够在日常生活、经济等领域获取不可估量的社会资源。请客吃饭是人情文化的主要体现方式之一，普遍存在于商业机构中(Yang, 1994) [11]。饮食社交是人们创立或维持关系资本，进行关系再生产的一种途径。人们可以利用餐桌建立、拉近关系，获取资源，谋求利益(陈云松等, 2015) [12]。黎相宜(2009) [13]指出，在中国社交实践中，饮酒能发挥维持人情、表达诚意、流露真情、达成交换四种作用。强舸(2019) [14]指出，酒局宴请作为人情文化产物，不能被单纯视为待客礼仪或者情感表达方式，而是更多地变成功利性较强的互动手段。“饭局人员”和“宴请规格”是宴请者的诚意展现。因此，用业务招待费来衡量企业的吃喝腐败有一定合理性。本文所要研究的吃喝费用，属于上文所提到的隐形腐败支出，主要从代理成本与信息不对称的角度出发进行研究。

(一) 吃喝费用腐败与定向增发

以吃喝费用寻租，可以给企业带来发展所需的资源。首先，可以缓解公司的融资约束。隐性腐败有利于构建公司与外部的联系，更容易获得信贷资源(于蔚, 2012) [15]。申宇等(2016) [4]研究企业吃喝费用对投融资效率的影响发现吃喝费用的提高有利于增加公司的债务融资额度。对处于金融市场尚不发达的中国而言，资本的相对短缺和融资途径的单一性导致银行拥有较大权力，这为信贷寻租创造了机会(张璇等, 2017) [16]。其次，可以保证政府对企业的资源配置。隐性腐败能缩短行政审批程序，提高服务质量，在市场机制缺失时获取企业所需资源。马诗韵等(2018) [17]研究发现，企业通过吃喝费用等手段可以帮助企业获得资金来源。

定向增发也可以给上市公司带来企业成长所需的资源。定向增发不仅可以以高效简单的形式为项目融资(李刚, 2014) [18], 通过定向增发新股还能实现控股股东向上市公司注入资产(章卫东和李海川, 2010) [19]。定向增发尤其是定向私募股权为次级资本市场提供了充足的融资渠道, 满足了不同企业的融资需求, 其规模逐年增加, 成为我国上市公司股权融资的主要方式, 那么通过定向增发获取相关资源后, 公司是否会通过减少对信贷资源以及政府税收减免、财政补贴等需求, 从而降低上市公司的隐性腐败吃喝费用。

假设 1A: 定向增发比例越高, 腐败支出降低幅度越大。

然而, 大量文献研究发现, 许多上市公司利用定向增发来进行利益输送。定向增发也会对新老股东之间的财富分配产生重要影响, 在实践中出现了一些不公正、不公平的利益输送问题, 这既对上市公司造成了危害, 同时也损害了中小股东的利益。王晓亮等(2018) [20]指出定向增发之后上市公司能够快速筹集资金, 但是增发之后股权结构的变化会导致公司现金流权和控制权偏离, 易引发大股东侵害小股东权益事件。此外, 企业在定向增发时会做出业绩承诺, 但受限于业绩承诺制度并不完善等原因, 在承诺业绩无法实现时, 企业会采用盈余管理, 对经营业绩进行粉饰, 为企业后续的长远运行埋下隐患(董梦瑶, 2019) [21]。刘超等(2019) [22]实证检验了定向增发对于企业融资约束的影响发现, 增发后企业非理性投资增加, 融资需求上升, 进而导致融资约束显著加剧, 进而陷入定向增发的“资本诅咒”陷阱。所以, 定向增发只是对大股东进行利益输送, 并不会缓解公司的融资约束问题, 甚至使公司的资金紧缺情况更加恶化。在这种情况下, 定向增发后公司的吃喝腐败费用可能更高, 向金融机构等寻租, 获取信贷资源、补贴等。

假设 1B: 定向增发比例越大的公司, 吃喝腐败支出提高的幅度越大。

(二) 负债、定向增发与吃喝费用腐败

破产成本是指企业支付财务危机的成本, 又称财务拮据成本。它在负债率较高的企业经常发生。负债率越高, 就越难实现财务上的稳定, 发生财务危机的可能性就越大。如果负债率过高导致公司破产, 需要支付庞大的法律诉讼和清算费用; 即使企业尚未破产, 负债过多也会直接影响资金的使用, 使企业在融资信誉度、原材料供应和产品出售等方面受到干扰, 最终提高过度负债企业的加权平均资本成本。

所以, 负债更高的企业可能需要降低企业的资产负债率水平也就是去杠杆, 从而降低企业的破产成本、促使企业安稳运营。谭华等(2021) [23]通过探讨过度负债对企业去杠杆的影响, 发现过度负债企业去杠杆的程度和可能性更高。许晓芳等(2020) [24]研究发现过度负债企业更可能去杠杆, 去杠杆程度也更高, 且过度负债程度越高, 去杠杆的可能性和程度也越高。并且, 由于我国股票市场发展不完善等原因, 我国上市公司分红水平不高甚至不分红, 上市公司呈现强烈的股权融资偏好(文世伟等, 2013) [25]; 叶陈刚等, 2015) [26]。从而上市公司更多会以股权融资(定向增发为主)来融入资金, 自然会减少对各银行信贷、财政资源的需求, 公司的负债水平得以降低, 最后降低公司的破产成本。

假设 2: 资产负债率越高的企业, 定向增发对于吃喝费用的提高作用越弱或者降低吃喝费用的效应越强。

(三) 产权性质、定向增发与吃喝费用腐败

我国金融体系由银行主导, 企业融资方式多样化程度不深, 银行信贷融资与商业信用融资对于企业而言不可或缺, 对于国有企业而言, 银行信贷在货币政策宽松时可替代商业信用, 但是对于非国有企业的替代性并不显著(赵胜民和张博超, 2019) [27]。我国银行对企业产权性质存在较严重的信贷歧视问题, 从产权性质来看国有企业而不是民营企业更容易得到银行的贷款资格、更高的贷款额度或者更低的贷款利率。喻坤等(2014) [28]实证研究了国有企业与非国有企业的融资约束问题, 发现相比于民营企业, 国

有企业能够不断获得扶持性信贷补贴，而非国有企业的信贷资源则不断萎缩。李广子和刘力等(2009) [29]以民营上市公司为样本研究对于民营企业的信贷歧视问题，发现民营企业更难得到信贷资金。陆正飞等(2009) [30]研究发现在银根紧缩的情况下，民营上市公司的负债增长率明显放缓，长期借款增长率的下降尤为明显，而同期国有上市公司的长期借款依然保持较快增长。邹萍(2018) [31]指出在中国的二元经济体制下，非国有企业由于“出身”的原因，较难获取资源，民营企业会更倾向于向地方政府寻租以获取关照。以上充分说明了民营企业的融资难题更为突出。所以，民营企业需要花费更多的吃喝费用来进行寻租，降低公司融资约束。

假设 3：对于国有企业，定向增发对于吃喝费用的提高作用越弱或者降低吃喝费用的效应越强。

3. 数据选择与模型建立

(一) 数据搜集

本文选取 2014~2021 年间所有 A 股主板、创业板和创业板中定向增发的上市公司作为初始研究样本，并按以下标准进行筛选：(1) 剔除了财务报表中资不抵债(资产负债率大于 1)的样本；(2) 剔除财务数据缺失和明显错误的样本；(3) 剔除金融行业样本，因为金融企业的资产负债表与非金融企业的资产负债表差异较大。并对所有连续型变量在 1% 和 99% 的水平上以年度为单位进行缩尾。最终研究样本包括 2472 家公司，共 4122 个年度观测值。本文所需的财务数据、定向增发数据、股东数据、公司治理数据均来自于 CHOICE 数据库和 CSMAR 数据库。为了保证数据的质量，本文随机抽样与 Wind 数据库比对，对于两个数据库出现差异的地方，查询上交所、深交所披露的财务报表进行修正。

借鉴申宇和赵静梅(2016) [4]的做法，本文手工搜集上市公司业务招待费，主要来源于年报财务报表附注中“管理费用”子科目。删除业务招待费不明的公司。

(二) 相关变量说明

吃喝腐败变化率(*Corrupt*)：参考黄玖立和李坤望(2013) [3]的研究，选取上市公司“业务招待费用”作为吃喝腐败的代理变量，与张璇等(2017) [8]一致。此外，本文采用定向增发年度的下一年的业务招待费对于定向增发年度的业务招待费的变化率作为本变量的代理指标。具体为：
$$Corrupt_{i,t+1} = (\text{业务招待费}_{i,t+1} / \text{业务招待费}_{i,t}) - 1。$$

增发比例($ZF_{i,t}$)：参考张鸣和郭思永(2009) [32]的研究，以上市公司的增发股数除以实际增发年度的总股数得到实际增发时的增发比例。

负债水平(*Leverage*_{*i,t*})：参考 Chen 等的研究，本文以实际增发年度的资产负债率作为公司的负债水平的衡量指标。

产权性质(*Soe*_{*i*})：参考申宇和赵静梅(2016) [4]的研究，如果公司的第一大股东为国有或集体，则 *Soe* 变量为 1，否则为 0。

考虑到公司的股东持股比例、盈利能力、成长性等因素会对公司腐败水平产生影响，故加入以下变量：

第一大股东持股($T1_{i,t}$)：以实际增发年度的第一大股东持股占公司总股数的比例表示。

前十大股东持股($T10_{i,t}$)：以实际增发年度的前十大股东持股占公司总股数的比例表示。

盈利能力(*Roe*_{*i,t*})：以实际增发年度的净资产收益率表示。

成长性(*Growth*_{*i,t*})：以实际增发年度的营业收入增长率指标来作为本因素的替代变量

说明：由于公司规模会与公司市值产生较为严重的多重共线性，导致模型的系数估计产生偏误，所以本文不将规模变量纳入到模型之中。

为了缓解内生性问题，本文在模型中使用定向增发后一年的吃喝费用对定向增发当年的因素(如定

向增发比例、成长性、股东持股比例、产权性质等因素)进行回归。

(三) 模型设计

1) 定向增发与吃喝腐败

我国目前处于转型经济中, 不完善的体制机制导致隐形腐败泛滥。本文主要从吃喝费用探究公司隐性腐败, 研究公司在定向增发资金需求得到一定程度的满足, 是否会减少公司的吃喝费用?

本文以实际定向增发比例($ZF_{i,t}$)作为自变量, 来研究其对于公司吃喝腐败的影响。同时依据现有文献, 选用了产权性质(申宇和赵静梅, 2016 [4])、负债水平(Fisman *et al.*, 2007) [33]、盈利能力等作为控制控制变量。构建模型如下:

$$\begin{aligned} \text{Corrupt}_{i,t+1} = & \beta_1 + \beta_2 ZF_{i,t} + \beta_3 \text{Soe}_i + \beta_4 T1_{i,t} + \beta_5 T10_{i,t} + \beta_6 \text{Roe}_{i,t} + \beta_7 \text{Leverage}_{i,t} \\ & + \beta_8 \text{Growth}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Region} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中, $\sum \text{Year}$ 为时间虚拟变量。 $\sum \text{Industry}$ 为行业虚拟变量。 $\sum \text{Region}$ 为地区虚拟变量。 $\varepsilon_{i,t}$ 为模型的残差项。通过 β_2 的正负及其显著性来判断假设 1 的正确性。若 β_2 显著为正则表明定向增发比例越大的公司, 吃喝腐败支出提高的幅度越大。反之, 则表明, 定向增发会降低企业的吃喝腐败支出。

2) 负债、定向增发与吃喝费用腐败

假设 2 认为, 由于破产成本的存在, 公司在定向增发之后, 高负债水平的公司的吃喝费用降低幅度较负债水平的公司大或者是吃喝费用提高的程度较小。研究假设 2 的模型为

$$\begin{aligned} \text{Corrupt}_{i,t+1} = & \gamma_1 + \gamma_2 ZF_{i,t} + \gamma_3 \text{Soe}_i + \gamma_4 T1_{i,t} + \gamma_5 T10_{i,t} + \gamma_6 \text{Roe}_{i,t} + \gamma_7 \text{Growth}_{i,t} \\ & + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Region} + \sigma_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

$\sigma_{i,t}$ 为模型的残差项。其他各变量含义与模型(1)一致。首先按资产负债率大于或小于中位数分为高负债水平与低负债水平两组样本。然后对两组公司的数据分别进行回归, 比较它们的回归系数大小以及二者的差别是否显著从而验证假设 2 是否成立。

3) 产权性质、定向增发与吃喝费用腐败

假设 3 认为, 由于国有企业与国有四大行、政府机构天生联系紧密, 所以定向增发之后, 国有企业的吃喝费用下降比例比民营企业大或者是吃喝费用下降的比例较民营企业小。研究假设 3 的模型为

$$\begin{aligned} \text{Corrupt}_{i,t+1} = & \lambda_1 + \lambda_2 ZF_{i,t} + \lambda_3 T1_{i,t} + \lambda_4 T10_{i,t} + \lambda_5 \text{Roe}_{i,t} + \lambda_6 \text{Leverage}_{i,t} \\ & + \lambda_7 \text{Growth}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Region} + \delta_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

$\delta_{i,t}$ 为模型的残差项。其他各变量含义与模型(1) (2)一致。首先按产权性质分为国有企业和民营企业两组样本。然后对两组公司的数据分别进行回归, 比较它们的回归系数大小以及二者的差别是否显著, 从而验证假设 3 是否成立。

4. 实证结果与分析

(一) 描述性统计

见表 1, 从 *Corrupt* 来看, 平均值为 0.20, 说明大部分上市公司在定向增发之后吃喝费用指出都有增加; 而从较大的标准差(0.53)来看, 各上市公司的腐败发展程度又呈现出较大的差异性。从 *ZF* 变量来看, 均值为 0.17, 说明每年上市公司增发的数额相对较大。从 *Soe* 来看, 均值为 0.37, 说明样本中以民营企业为主, 比较符合我国市场经济快速发展的状况, 这与我国上市公司的数量分布类似, 说明了本样本具有一定的代表性。而从 *Roe* 变量的统计量来看, 均值为 0.076, 说明大部分上市公司的业绩较好, 给股东带来了不错的收益。但是 *Roe* 标准差偏大, 说明上市公司之间的业绩呈现出较大的差异性。从 *Growth*

指标的统计量来看, 均值为 0.325, 说明我国定向增发上市公司的成长性较高, 但是从接近 50 的标准差以及最大值和最小值的情况来看, 样本中既有快速发展的公司, 也有停滞不前甚至衰退的公司。T10 的均值接近 60%, 说明我国公司的股权结构比较集中, 这与以往的研究结果一致(董影, 2013)。

Table 1. Descriptive statistics of main variables

表 1. 主要变量描述性统计

	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>Corrupt</i>	1648	0.196	0.532	-0.726	3.159
<i>ZF</i>	1648	0.172	0.143	0.007	1.087
<i>Soe</i>	1648	0.377	0.485	0	1
<i>Roe</i>	1648	0.076	0.102	-0.803	0.361
<i>Growth</i>	1648	0.325	0.497	-0.455	3.909
<i>T1</i>	1648	0.321	0.137	0.085	0.74
<i>Leverage</i>	1648	0.421	0.187	0.081	0.884
<i>T10</i>	1648	0.598	0.129	0.283	0.900

(二) 相关性分析

首先, 从 *ZF* 与 *Corrupt* 的相关关系来看, 二者呈现反相关关系, 且在 1% 的可能性水平上显著。这在一定程度上支持了假设 1A。接着, 从 *Soe* 与 *Corrupt* 的相关关系来看, 二者呈现负相关关系, 且在 1% 的可能性水平上成立。说明, 隐性腐败更容易发生于民营企业。由于国有企业受到的监管更为严格, 受社会公众的关注也更加密集。并且国有企业本来与银行联系密切, 所以后面的资源也容易向国有企业倾斜。这显然降低了国有企业发生腐败的可能性。从 *Growth* 与 *Corrupt* 的相关关系来看, 二者呈现显著的正相关关系。或是由于企业快速扩张需要大量外部资源的支持, 通过吃喝腐败获取信贷资源、财政补贴等, 支持公司的高速增长。再接下来, *Leverage* 与 *Corrupt* 呈现显著的负相关关系。资产负债率高企的公司反而会减少公司的腐败程度, 以降低公司的破产成本。从 *T1* 与 *Corrupt* 的相关关系来看, 二者呈现显著的反相关关系, 与(叶康涛等 2015) [34] 研究一致, 大股东的持股比例越大, “监督效应” 越强。而 *T10* 与 *Corrupt* 呈现正相关关系, 但是并不显著。*Leverage* 与 *ZF* 呈现显著的正相关关系, 说明资产负债率高的上市公司更倾向于定向增发以降低公司破产风险。从 *Soe* 与 *Roe* 的相关性来看, 二者呈现显著的负相关关系。这可能是由于民营企业的薪酬 - 业绩敏感性更高, 导致民营企业的高效运行(陈震和凌云, 2013) [35]。从 *Roe* 与 *Growth* 的相关性来看, 二者呈现显著的正相关关系, 业绩较好的 -0.1 公司成长性也较高。而从 *T1* 与 *Leverage* 的相关性来看, 大股东持股与公司杠杆水平呈现显著的正相关关系, 这支持了大股东 “掏空效应” (白云霞等, 2013) [36], 见表 2。

Table 2. Variable correlation test results

表 2. 变量相关性检验结果

	<i>Corrupt</i>	<i>ZF</i>	<i>Soe</i>	<i>Roe</i>	<i>Growth</i>	<i>Leverage</i>	<i>T1</i>	<i>T10</i>
<i>Corrupt</i>	1.000							
<i>ZF</i>	-0.100***	1.000						
<i>Soe</i>	-0.181***	0.149***	1.000					
<i>ROE</i>	0.067***	-0.147***	-0.080***	1.000				

Continued

<i>Growth</i>	0.205***	0.038	-0.125***	0.119***	1.000			
<i>Leverage</i>	-0.082***	0.192***	0.227***	-0.125***	-0.073***	1.000		
<i>T1</i>	-0.091***	0.093***	0.176***	0.096***	-0.094***	0.125***	1.000	
<i>T10</i>	0.013	0.152***	0.042*	0.174***	0.068***	-0.02	0.613***	1.000

注：***、**、*分别表示通过 1%、5%和 10%的显著性检验。

(三) 定向增发与吃喝腐败

融资约束一向是我国企业成长的重要阻碍。为了缓解融资约束，不少企业进行吃喝腐败，与政府、金融机构建立联系，以获取发展资金等。本文考察企业的定增行为缓解融资约束的同时，是否能降低企业的隐性腐败程度。本文认为企业无法观测的影响因素会对企业的腐败行为产生影响，导致由遗漏变量引起的内生性问题，因此本文采用固定效应模型回归，见表 3。

Table 3. Fixed effects regression results

表 3. 固定效应回归结果

(1) 变量	(2) 估计系数
$ZF_{i,t}$	-0.542*
	(-1.73)
<i>Const</i>	0.456*
	(-1.11)
$Leverage_{i,t}$	-0.672*
	(-1.87)
$Growth_{i,t}$	0.149**
	(-2.42)
$ROE_{i,t}$	-0.243
	(-0.87)
Soe_i	-12.621**
	(-2.66)
$T1_{i,t}$	-0.897
	(-1.45)
$T10_{i,t}$	0.752*
	(-1.79)
Year / Industry / cluster	Yes
F(P value)	8.72
	(0.00)
N	4122
$adj. R^2$	0.094

注：***、**、*分别表示通过 1%、5%和 10%的显著性检验。

ZF 的系数为负数且在 10% 的可能性水平上显著, 说明企业的定向增发获取发展资金后, 减少公司的腐败费用。从经济意义上来看, 定向增发的比例提高 1%, 上市公司的腐败程度平均降低 0.54%, 相对数来看并不大, 但是上市公司的腐败费用是一个巨大的数额。这支持了假设 1A。Leverage 的系数为负, 且在 10% 的可能性水平上成立。说明高企的债务导致企业放弃了通过寻租获取信贷的渠道, 可能转向股权融资。Growth 系数为正且在 10% 的可能性水平上成立。说明内源融资满足不了高成长性公司的资金需求, 而要通过隐性腐败来获取信贷资金。但是系数较小, 说明对外源融资的依赖性较弱, 企业的成长主要依靠内源资金支持。Soe 的系数为负, 说明民营企业的腐败程度更深。由于国有企业与政府拥有天然的联系, 可以获得财政补贴(何杰锋和雷超超, 2014) [37]; 而民营企业必须通过隐性腐败进行寻租才能搭建起与机构的关系继而获取它们的补贴以及信贷支持。第一大股东持股占比的系数为负数, 但是统计结果并不显著, 可能是因为大股东“监督效应”与“掏空效应”相互抵消(张海燕等, 2008 [38]; 叶康涛等, 2015) [34]。

(四) 负债水平、定向增发与吃喝腐败

从表 4 可以看出, 高负债水平的公司往往会面临较高的破产成本, 所以在定向增发降低企业资产负债率后, 往往不会马上又通过吃喝费用来进行信贷寻租等。而低负债企业在定向增发之后, 在破产成本不高的情况下可以通过吃喝费用寻租继续获得发展资金、发挥税盾的作用和更好地服务于公司的发展。通过公司的负债率与样本公司负债率的中位数的关系, 划分高负债率公司和低负债率公司两组样本分别进行回归。

Table 4. Regression results of companies with different debt ratios
表 4. 不同负债率公司回归结果

	低负债	高负债	高负债 - 低负债(seemingly unrelated test)
$ZF_{i,t}$	-0.248	-0.952***	0.704**
	(-0.91)	(-3.7)	(3.54)
Const	-2.670***	-2.425***	
	(-25.5)	(-23.24)	
Control variable	Yes	Yes	
Year/region/Industry/cluster	Yes	Yes	
P value	0.00	0.00	
N	2061	2061	
adj. R^2	0.094	0.124	

注: ***, **, * 分别表示通过 1%、5% 和 10% 的显著性检验。

高负债率的上市公司增发系数为-0.95, 在 0.01 的可能性水平上成立。而低负债的公司增发系数只有-0.24, 且在统计上不显著。从经济效应上看, 高负债公司的增发比例每提高 1%, 腐败程度就会下降 0.95%; 而在低负债公司的定向增发却并没有降低腐败程度的效应。而在似无相关检验(seemingly unrelated test)中, 可以看出高负债企业样本与低负债企业样本 ZF 的系数相差较大, 而且二者系数的差异也在 5% 的可能性水平上成立。综上, 假设 2 成立。

(五) 产权性质、定向增发与吃喝腐败

由于国有企业自身的关系, 较民营企业更容易获得政府的财政补贴以及银行的低成本贷款, 吃喝腐败的必要性更低。所以, 从产权性质来看, 在民营企业样本中, 定向增发对于吃喝腐败的削弱作用应该更小甚至不显著, 因为定向增发并不能源源不断地向公司注入资金和资源。在公司未来的发展中, 仍然

需要大量的资金和其他资源。而在我国，银行资金仍然是最主要的贷款渠道。所以，民营企业可能仍需要通过信贷寻租获取信贷支持。

通过产权性质的不同，划分为国有企业和民营企业两组样本分别进行回归。

Table 5. Regression results of companies with different property rights

表 5. 不同产权性质公司回归结果

	国有企业	民营企业	国企 - 民企(seemingly unrelated test)
$ZF_{i,t}$	-0.981***	-0.150	0.704**
	(-3.71)	(-0.39)	(-3.54)
Const	-0.756*	0.901*	
	(-1.96)	(-1.88)	
Control variable	Yes	Yes	
Year/region/ Industry / cluster	Yes	Yes	
F(P value)	4.14 (0.000)	3.02 (0.000)	
N	1672	2450	
adj. R^2	0.196	0.119	

注：***、**、*分别表示通过 1%、5%和 10%的显著性检验。

从表 5 可以看出，在国有企业中，定向增发的系数为-0.981，且在 1%的水平上显著；而在民营企业中，定向增发的系数为-0.150，在统计上并不显著。所以国有企业的定向增发对于腐败的缓解作用更大，而在民营企业并不存在定向增发降低吃喝费用的效应。从经济意义上看，在国有企业中，定向增发比例每提高 1%，企业的隐形腐败程度就减轻 0.981%；在民营企业中，定向增发对于隐形腐败的作用并不显著。另外，从似不相关检验(seemingly unrelated test)可以看出，国企与民企的 ZF 系数差异为-0.704，且在 5%的水平上显著。综上所述，假设 3 成立。

5. 稳健性检验

(一) 内生性问题

通过固定效应，证明了假设 1A 成立，定向增发确实可以缓解公司的吃喝腐败问题。但仍存在内生性问题。本文的内生性问题主要来自两个方面。首先是双向因果：定向增发可以通过满足公司的资金需求，降低了公司进行信贷寻租等的动力从而降低公司的吃喝腐败；但是腐败支出也可以对公司的定向增发产生影响，通过吃喝腐败，与证券公司、监管机构建立联系，从而通过定向增发实行利益输送。双向因果关系会影响模型参数的估计。遗漏变量问题：模型中很可能遗漏了同时影响企业增发比例和腐败支出的自变量。如地区的市场化水平、法制程度、监事人数、高管年龄、高管政治资本等变量。

(二) 二阶段最小二乘法

解决内生性问题的一个重要方法是工具变量法。工具变量法的使用需要满足两个条件，第一个是工具变量与企业的增发比例高度相关，第二个是与企业的腐败比例不相关。参考 Fisman & Svensson (2007) [33]、申宇和赵静梅(2016) [4]的研究，使用了同城市同行业的因素，本文选用的第一个选用的工具变量是同年同行业且不包括本公司的增发比例平均值，这样对于减少工具变量与因变量的相关性更有帮助。首先，同行业且同年的增发均值与本公司的增发比例高度相关，且与本公司的腐败支出没有直接相关关系。第二个选用的工具变量是与本公司同年同行业的增发比例的中位数。首先，该工具变量与公司同年

的增发比例密切相关，且又与公司同年的吃喝腐败不相关。下表报告了的 2SLS 的回归结果

从表 6 的第二列和第三列的相关检验结果来看，Cragg-Donald Wald test、LM test、D-W-H test 证明了本文的工具变量使用得当，无论是从行业均值还是行业中位数的角度来看，都是比较合适的工具变量。因为这两个工具变量不仅满足了与本公司的增发比例相关的条件、也满足了与本公司的腐败支出不相关的条件。从第二列第三列 ZF 的系数来看，前面的面板回归低估了定向增发缓解公司腐败的作用。从经济含义上解释第二列第三列 ZF 的系数，公司的定增比例每提高 1%，那么公司的腐败比例便会降低 0.87%~1.64%。

Table 6. Two-stage instrumental variable robustness regression results
表 6. 两阶段工具变量稳健性回归结果

工具变量	腐败比例	腐败比例
	(1)行业中位数	(2)行业均值
$ZF_{i,t}$	-0.874*** (-6.36)	-1.635*** (-4.87)
Control variable	Yes	Yes
N	4122	4122
Cragg-Donald Wald test	683.002	201.379
LM test	490.879	182.961
D-W-H test	19.140	18.048

注：***、**、*分别表示通过 1%、5%和 10%的显著性检验。

前面的回归都包含了一年内多次增发(含 2、3、4 次)的企业，为了去除噪音的影响，本文剔除在一周内多次增发的样本重新进行回归，主要结果基本一致。

借鉴黄玖立和李坤望(2013) [3]的方法，用业务招待费除以企业资产得到新的腐败比例并求出其对于上一年的吃喝费用变化率，进行回归后结论不变。说明本文的结论是稳健的。

6. 结论和启示

本文以融资约束为出发点，考察定向增发对于公司吃喝腐败的影响。本文发现：

第一，企业定向增发缓解了企业的腐败状况，企业在定向增发之后，对于资金的需求得到了一定程度的满足，减少了对信贷资源、政府补贴等的需求，于是减少了吃喝费用。从经济意义上看，企业定向增发比例每提高 1%，腐败比例平均降低 0.92%~1.41%。

第二，相对于非国有企业，定向增发缓解国有企业隐形腐败的作用更加明显。由于国有企本身的原因，容易获得补贴、银行信贷等资源，并不需要像民营企业那样花费大量的吃喝费用寻租、与银行等建立联系才能获得资金发展。

第三，相对于低负债率企业，高负债水平企业的破产成本超过了税盾的作用，所以企业在定向增发后不再选择花费大量腐败费用给自己“加杠杆”。因此定向增发更有助于缓解高负债企业的隐形腐败问题。

所以，监管部门要加强对于企业定向增发的监管，不仅要从盈余管理、利益输送等角度进行，还要加强对于改变资金用途、滥用资金的监管，发挥好定向增发的作用。另外，由于公司吃喝腐败的目的更多是为了得到信贷资源、政府补贴等。我国要建立更加公平、更为市场化的贷款机制，尤其要加快发展

中小金融机构加大民营企业等的贷款支持。还要加大对银行高管、放贷人员的监管，建立一个更加廉洁的市场环境。还要关注一些企业的高杠杆问题，规范企业举债行为。

参考文献

- [1] Yao, S. (2002) Privilege and Corruption: the Problems of China's Socialist Market Economy. *American Journal of Economics and Sociology*, **61**, 279-299. <https://doi.org/10.1111/1536-7150.00160>
- [2] 姬会英. 当前我国中小企业融资难的原因及对策探析[J]. 特区经济, 2011(2): 219-221.
- [3] 黄玖立, 李坤望. 吃喝、腐败与企业订单[J]. 经济研究, 2013(6): 71-84.
- [4] 申宇, 赵静梅. 吃喝费用的“得”与“失”——基于上市公司投融资效率的研究[J]. 金融研究, 2016(3): 140-156.
- [5] 徐保昌, 李思慧. 金融市场化与企业融资约束——国属性和企业规模真的重要吗? [J]. 云南财经大学学报, 2019(2): 47-58.
- [6] 王健, 李明操, 郭文轩, 等. 个股情绪, 定向增发与大股东利益输送——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 中国管理科学, 2022, 30(9): 23-35.
- [7] 李捷瑜, 黄宇丰. 转型经济中的贿赂与企业增长[J]. 经济学(季刊), 2010(3): 1467-1484.
- [8] 张璇, 王鑫, 刘碧, 等. 吃喝费用, 融资约束与企业出口行为——世行中国企业调查数据的证据[J]. 金融研究, 2017(5): 176-190.
- [9] Cai, H., Fang, H. and Xu, L.C. (2011) Eat, Drink, Firms, Government: An Investigation of Corruption from the Entertainment and Travel Costs of Chinese Firms. *Journal of Law and Economics*, **54**, 55-78. <https://doi.org/10.1086/651201>
- [10] 翟学伟. 人情、面子与权力的再生产——情理社会中的社会交换方式[J]. 社会学研究, 2004(5): 48-57.
- [11] Yang, M.M.-H. (1994) Gifts, Favors, and Banquets: The Art of Social Relationships in China. Cornell University Press, Ithaca.
- [12] 陈云松, 边燕杰. 饮食社交对政治信任的侵蚀及差异分析: 关系资本的“副作用” [J]. 社会, 2015(1): 92-120.
- [13] 黎相宜. 精英型与草根型框架借用比较失地农民与知识精英的集体抗争[J]. 社会, 2009, 29(6): 107-126.
- [14] 强舸. 制度环境与治理需要如何塑造中国官场的酒文化——基于县域官员饮酒行为的实证研究[J]. 社会学研究, 2019, 34(4): 170-192.
- [15] 于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应[J]. 经济研究, 2012(9): 125-139.
- [16] 张璇, 刘贝贝, 汪婷, 等. 信贷寻租、融资约束与企业创新[J]. 经济研究, 2017, 52(5): 161-174.
- [17] 马诗韵. 寻租消费、政府扶持与企业行为[D]: [硕士学位论文]. 厦门: 厦门大学, 2018.
- [18] 李刚. 我国上市公司定向增发的定价特征: 理论分析与实证检验[J]. 南方金融, 2014(8): 76-81.
- [19] 章卫东, 李海川. 定向增发新股、资产注入类型与上市公司绩效的关系——来自中国证券市场的经验证据[J]. 会计研究, 2010(3): 58-64+97.
- [20] 王晓亮, 李鹏媛, 王青松. 定向增发、股权结构与企业风险承担研究[J]. 云南财经大学学报, 2018, 34(11): 59-69.
- [21] 董梦瑶. 定向增发式并购业绩承诺期间的盈余管理研究[J]. 财会通讯, 2019(1): 13-17.
- [22] 刘超, 阮永平, 郑凯. 定向增发陷入“资本诅咒”陷阱了吗?——基于融资约束视角的研究[J]. 国际金融研究, 2019(7): 87-96.
- [23] 谭华, 戴夏晶. 过度负债对企业去杠杆的影响——基于信贷配置和债务期限结构的视角[J]. 武汉金融, 2021(8): 80-88.
- [24] 许晓芳, 周茜, 陆正飞. 过度负债企业去杠杆: 程度, 持续性及政策效应——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究, 2020, 55(8): 89-104.
- [25] 文世伟. 我国上市公司融资偏好及其影响因素研究[D]: [硕士学位论文]. 成都: 西南财经大学, 2013.
- [26] 叶陈刚, 王孜, 武剑锋, 等. 外部治理、环境信息披露与股权融资成本[J]. 南开管理评论, 2015, 18(5): 85-96.
- [27] 赵胜民, 张博超. 商业信用与银行信贷能相互替代吗——基于2000-2018年中国上市公司数据的实证分析[J]. 上海金融, 2019(1): 16-23.
- [28] 喻坤, 李治国, 张晓蓉, 等. 企业投资效率之谜: 融资约束假说与货币政策冲击[J]. 经济研究, 2014, 49(5): 106-120.

- [29] 李广子, 刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. 金融研究, 2009, 354(12): 137-150.
- [30] 陆正飞, 祝继高, 樊铮. 银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失[J]. 金融研究, 2009(8): 124-136.
- [31] 邹萍. “言行一致”还是“投桃报李”?——企业社会责任信息披露与实际税负[J]. 经济管理, 2018, 40(3): 159-177.
- [32] 张鸣, 郭思永. 大股东控制下的定向增发和财富转移——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2009(5): 78-86+97.
- [33] Fisman, R. and Svensson, J. (2007) Are Corruption and Taxation Really Harmful to Growth? Firm Level Evidence. *Journal of Development Economics*, **83**, 63-75. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2005.09.009>
- [34] 叶康涛, 曹丰, 王化成. 内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗? [J]. 2021, 416(2): 192-206.
- [35] 陈震, 凌云. 企业风险、产权性质与高管薪酬——业绩敏感性[J]. 经济管理, 2013, 35(6): 54-61. <https://doi.org/10.19616/j.cnki.bmj.2013.06.008>
- [36] 白云霞, 林秉旋, 王亚平, 等. 所有权、负债与大股东利益侵占——来自中国控制权转移公司的证据[J]. 会计研究, 2013(4): 66-72+96.
- [37] 何杰锋, 雷超超. 产权、政治联系与政府补贴关系分析——来自中国证券市场的经验证据[J]. 商业时代, 2014(4): 4-7.
- [38] 张海燕, 陈晓. 从现金红利看第一大股东对高级管理层的监督[J]. 南开管理评论, 2008(2): 15-21.