

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: X2007144006

UDC_____

中小企业板上市公司融资顺序的实证研究

黄剑丹

指导教师

潘越

教授

厦门大学

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中小企业板上市公司融资顺序的实证研究

Empirical Study of the SME board listed companies
financing order

黄剑丹

指导教师姓名: 潘 越 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2012 年 4 月

论文答辩时间: 2012 年 5 月

学位授予日期: 2012 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人： _____

2012年 4月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ _____ ）课题（组）的研究成果，获得（ _____ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ _____ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

企业的发展离不开资金的支持,融资方式的选择更是企业生产经营活动中的重要决策。对各种融资方式选择的优先次序安排即形成企业的融资顺序。本文以优序融资理论为基础,结合理论分析和实证分析,探讨我国中小企业板上市公司的融资顺序问题。

本文选取了 2009 年以前在中小企业板上市的 266 家公司作为研究对象,通过对样本企业各种融资方式所占比重的统计分析和对优序融资理论模型的实证检验,总结出我国中小企业板上市公司的融资顺序为债务融资、内部融资和股权融资,这与优序融资理论所认为的企业应遵循的融资顺序不一致,并且中小企业板上市公司债务融资的主要来源为短期负债融资,表现出“短期负债融资偏好”。文章还通过建立模型对影响中小企业板上市公司融资顺序的因素进行了检验,得出企业规模、盈利能力、股权集中度以及历史负债水平等会对企业的负债比率产生显著的影响,其中,负债比率与企业规模、股权集中度以及历史负债水平正相关,与企业的盈利能力负相关。

通过对研究结论的进一步分析,文章总结出中小企业板上市公司之所以会表现出“短期负债融资偏好”,是由我国相关法律对于债权人利益保护没有提供足够的保障、债券市场不发达以及银行业普遍遵循谨慎原则等方面的原因导致。本文在此基础上就如何让我国中小企业板上市公司的融资顺序更合理提出了一些政策建议。

关键词: 中小企业板; 融资; 影响因素

Abstract

Enterprises can not develop without the capital support. Financing options is an important decisions in the production and operation activities. Priorities of the various financing options to arrange the formation of the financing order. This paper is based on the pecking order theory. It combines theoretical analysis and empirical analysis to explore SME board listed companies financing order.

This paper chooses before 2009 in the SME Board of 266 listed companies as the research object, through to the sample enterprise financing proportion of statistical analysis and on the pecking order theory model and empirical tests, summed up China's SME board listed company 's financing order is debt financing, internal financing and equity financing, the pecking order theory thinks that enterprise should follow the order of financing is not consistent, and small and medium enterprises board of listed companies debt financing is the main source for short-term liability financing, showed a" short-term liability financing preference". The article also through the establishment of model on the effect of SME board listed company financing order factor to carry on the inspection, the enterprise scale, profit ability, concentration degree of equity and debt levels and history to the enterprise's debt ratio has significant influence, which, the debt ratio and firm size, ownership concentration and historical debt levels are related, and the enterprise's profit ability negatively correlated.

Based on the research conclusion for further analysis, the article concludes that the SME board listed companies will show" short-term liability financing preference", is by our country related laws for the protection of the interests of the creditors do not provide adequate protection, undeveloped bond market as well as the banking industry generally follow prudent principles reasons. In this paper, based on how to make China's SME board listed company 's financing order is more reasonable and put forward some policy suggestions.

Key Words: SME Board; financing; influence factors

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 选题背景及意义	1
1.2 研究结构及研究方法	2
1.3 相关概念界定	4
1.4 本文的创新之处	5
第 2 章 相关理论和文献综述	6
2.1 相关理论回顾	6
2.2 文献综述	15
第 3 章 中小企业板的总体情况.....	21
3.1 中小企业板市场概述	21
3.2 中小企业板上市公司基本情况.....	23
第 4 章 中小企业板上市公司融资顺序实证分析.....	27
4.1 数据来源及样本选取	27
4.2 数据描述性统计分析	27
4.3 中小企业板上市公司融资顺序的实证检验.....	31
4.4 研究结论	39
第 5 章 对于研究结论的进一步分析.....	41
5.1 企业选择短期负债的影响因素分析	41
5.2 如何让中小企业板上市公司融资顺序更合理.....	45
第 6 章 结束语.....	48
参考文献	49
致 谢	51

Contents

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Background	1
1.2 Structure and Methodology	2
1.3 Definitions and notations	4
1.4 Innovation	5
Chapter 2 Related theories and Literature Reviews	6
2.1 Related theories Reviews	6
2.2 Literature Reviews	15
Chapter 3 The overall situation of the SME board	21
3.1 Overview of the SME board Market	21
3.2 The basic situation of the SME board listed companies	23
Chapter 4 Empirical Analysis of the SME board listed companies financing order	27
4.1 Data Collection and Sample Selection	27
4.2 Descriptive Statistics	27
4.3 Empirical Test of the SME board listed companies financing order	31
4.4 Conclusion	39
Chapter 5 More discussion of the Conclusion	41
5.1 Analysis of the influencing factors of enterprise choose short-term liabilities	41
5.2 How to make the financing order of the SME board listed companies	

to become more reasonable	45
Chapter 6 The end	48
Reference.....	49
Acknowledgement	51

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第 1 章 绪论

1.1 选题背景及意义

中小企业作为当代经济生活中最为活跃的力量,对任何国家而言,其作用和地位都不可忽视。美国政府把中小企业称作是“美国经济的脊梁”;韩国政府提出的口号是“中小企业——经济增长的发动机”;日本更认为“没有中小企业的发展就没有日本的繁荣”;德国则把中小企业称为国家的“重要经济支柱”^[1]。我国中小企业对于整个国民经济而言同样举足轻重,据统计,截至 2011 年底,我国登记注册的中小企业已超过 3,660 万家,占工商注册登记企业总数的 99%;中小企业工业总产值和实现利税分别占总量的 60%和 40%;流通领域中小企业占全国零售网点的 90%以上;中小企业大约提供了 75%的城镇就业机会,近年来的出口总额中,有 60%以上是中小企业提供的^[2]。

中小企业的地位和作用日益受到世界各国政府和社会各界的认识和关注,中小企业在其发展过程中也遇到了各种困难,其中最受各国关注的就是其融资难的问题了。比如我国,对国民经济做出巨大贡献的中小企业其所占有金融资源却不足 20%^[3],中小企业融资困难程度可见一斑,融资难的问题已成为制约中小企业发展的瓶颈,并严重制约了经济社会的发展。为缓解中小企业的融资难题,我国政府从政策制定以及法律法规完善等多方面为中小企业提供支持,中小企业板就是在这样的背景下获批设立。

2004 年 5 月 17 日,经国务院批准,中国证监会正式发出批复,同意深圳证券交易所设立中小企业板,5 月 27 日,深证证券交易所中小企业板块启动仪式在深圳举行,6 月 25 日,中小企业板第一批 8 只个股在深证证券交易所上市交易。中小企业板的设立,“为中小企业搭建进行直接融资的市场平台,有利于更大范围地发挥资本市场的资源配置功能,有利于缓解中小企业融资难的问题,有利于优化我国金融市场的整体结构。”^[4]

我国对中小企业融资的研究主要集中在中小企业融资困境的研究、融资结构研究以及中小企业板的研究这三方面,其中以理论层面的研究居多,并且由于中小企业板启动的时间比较晚,相对于主板市场的研究状况来看,针对中小企业板

的研究比较少。由此，在论文开题初期，笔者想到，是否能就中小企业板上市公司的融资问题做相关研究呢？通过对中小企业板上市公司融资问题的探讨，一方面可以观察到目前这些企业的融资现状和特征，通过使用各种分析方法和分析手段还可以找出引起中小企业形成某种融资特征的原因，对这些原因进行详细剖析之后形成的研究结论可以为解决中小企业融资难的问题提供一些思路；另一方面，中小企业板也是资本市场的重要组成部分，对其进行研究可以发现其在发展过程中出现的问题，有助于完善我国的资本市场体系。这即是本文研究的意义所在。

1.2 研究结构及研究方法

1.2.1 研究结构

全文共分六章。

第一章绪论部分，主要介绍了本文的选题背景和意义、研究方法和本文结构以及相关概念界定，并陈述了本文的创新之处。

第二章是对相关理论的回顾以及国内外实证研究的综述。

第三章是对中小企业板总体情况的分析。首先从中小企业板的设立、中小企业板的特征及设立中小企业板的意义这三方面对中小企业板的大体情况进行了分析，然后通过对相关数据的搜集整理，从中小企业板上市公司的总体情况、发行规模、地区分布以及行业分布等四方面对中小企业板上市公司的基本情况进行了讨论。

第四章是对中小企业板上市公司融资顺序的实证分析。本文从中小企业板上市公司中选取 266 家作为研究的样本，首先以描述性统计的方式对样本企业的融资结构及资产负债率的特征进行了分析；接着以 Shyam-Sunder 和 Myers 的优序融资模型为基础并做出相应修改，实证检验中小企业板上市公司的融资顺序；最后根据 Baskin 模型的思路，选择了企业规模、盈利能力、股权集中度和历史负债水平作为变量，对这些变量与负债比率之间的关系进行了多元回归分析，以此探讨融资顺序主要是受哪些因素的影响。

第五章是对研究结论的进一步分析。在前面章节的研究基础上总结出中小企业板上市公司的融资顺序存在“短期负债融资偏好”，本章就形成这一现象的原

因进行了分析，并在此基础上就如何使中小企板上市公司融资顺序趋于合理给出了建议。

第六章是结束语。阐述本文的主要结论及不足之处。

全文的研究结构如下图所示：

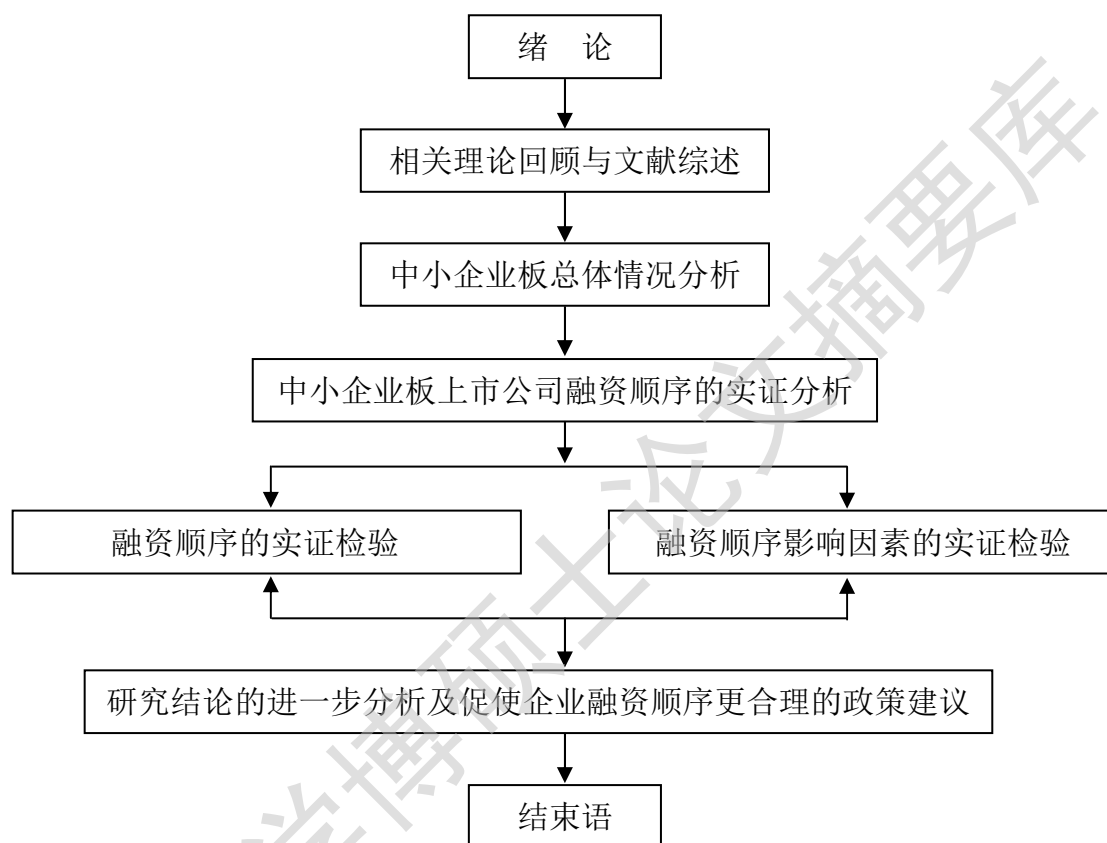


图 1.1 全文的研究结构

1.2.2 研究方法

本文主要采用规范与实证分析相结合的方法，同时辅以模型分析法。从实证的角度分析和研究中小企业板上市公司的融资顺序，从规范的角度刻画出有关中小企业融资顺序的理论框架。本文在分析中小企业板上市公司融资状况的基础上，总结出其融资顺序，并且通过建立模型实证研究影响中小企业板上市公司融资顺序的因素。在对中小企业板上市公司的融资顺序进行实证分析时，主要采用了描述性统计方法、假设检验法和多元回归分析法等。分析软件使用的是数据分析软件 EXCEL 和专业统计分析软件 EIEWS。

1.3 相关概念界定

1.3.1 融资的含义

融资的含义有广义与狭义之分,从广义上讲融资是指资金在不同所有者之间的流动,是一种双向的互动过程,不仅包括资金的融入还包括资金的融出;狭义的融资则主要是指资金的融入,即通过各种方式或途径获得资金的过程。

1.3.2 融资方式的分类

(1) 内部融资和外部融资

从资金的来源渠道角度看,融资方式可分为内部融资和外部融资。

内部融资是指企业依靠自身的内部积累获取资金并将其转化为资本;它的主要来源有初始投资时的资本金、折旧基金以及企业的留存收益等。内部融资对企业的资本形成具有原始性、自主性、低成本性和抗风险性等特点。

外部融资是指企业通过企业以外的经济主体获取资金,使之转化为企业投资的过程;它的主要来源有银行贷款、发行债券、发行股票、租赁融资和商业信用等。

(2) 直接融资和间接融资

从是否有金融中介参与的角度看,融资方式可分为直接融资和间接融资。

直接融资是指企业通过在金融市场出售证券而进行的融资,这种情况下资金不需要通过金融中介机构,而是通过金融市场直接由盈余部门流向短缺部门。直接融资工具主要有股票和债券等。

间接融资是指需要有金融中介机构参与的融资方式,在间接融资的情况下,资金在盈余部门和短缺部门之间的流动是要通过金融中介机构充当信用媒介来实现的。

直接融资方式的特点是:直接性、长期性、不可逆性和流通性,而间接融资具有与直接融资截然相反的特性,即间接性、短期性、可逆性和非流通性。

(3) 股权融资和债权融资

从融资活动所形成的权益关系看,融资方式可分为股权融资和债权融资。

股权融资是指企业向股东发行股票筹集资金的融资方式,其主要包括发行股票、配股和债转股等。

债权融资则是指企业通过向银行借款、发行债券或其他负债方式（比如民间借贷）获取资金。

融资方式的各种分类标准其实是相互交叉的，比如发行股票既是外部融资方式，又是直接融资方式，也是股权融资方式。图 1.2 描述了这种不同分类标准的融资方式之间的相互交叉关系。

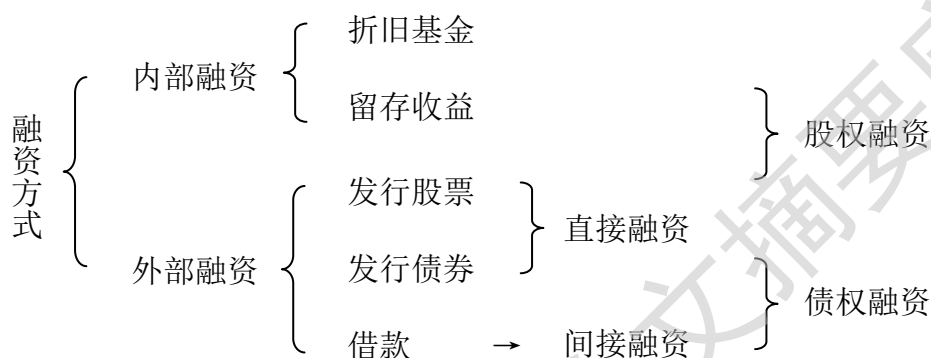


图 1.2 融资方式的分类

不同的融资方式具有其各自的特点，企业在对融资方式的选择上要结合自身的特点，充分考虑融资方式的特点、融资成本和风险等，当然企业采用何种融资方式也会受到很多外部因素的影响，例如金融环境、法律环境以及国家政策等。

1.4 本文的创新之处

本文的创新点主要体现在如下几个方面：

1、研究对象的选择。国内学者对于融资顺序的研究比较多见的是以主板市场的上市公司为对象，中小企业板成立的时间不长，不论是在市场成熟度方面，还是运作规范性或是上市公司的规模及质量等方面都与主板市场有着很大的差距。本文选择中小企业板上市公司为研究对象，探讨其融资顺序及其影响因素。

2、研究方法的使用。国内学者很多都运用 Myers 的优序融资模型对上市公司的融资顺序进行检验，应用 Baskin 模型对融资顺序影响因素进行实证检验的也很多，而本文将两者结合起来，并且在使用 Myers 的优序融资模型时还根据中小企业板上市公司的融资特点将其修正，建立融资顺序影响因素模型时也选择了适合中小企业板上市公司的变量。如此得出的结论更能贴合中小企业板上市公司的实际情况。

第2章 相关理论和文献综述

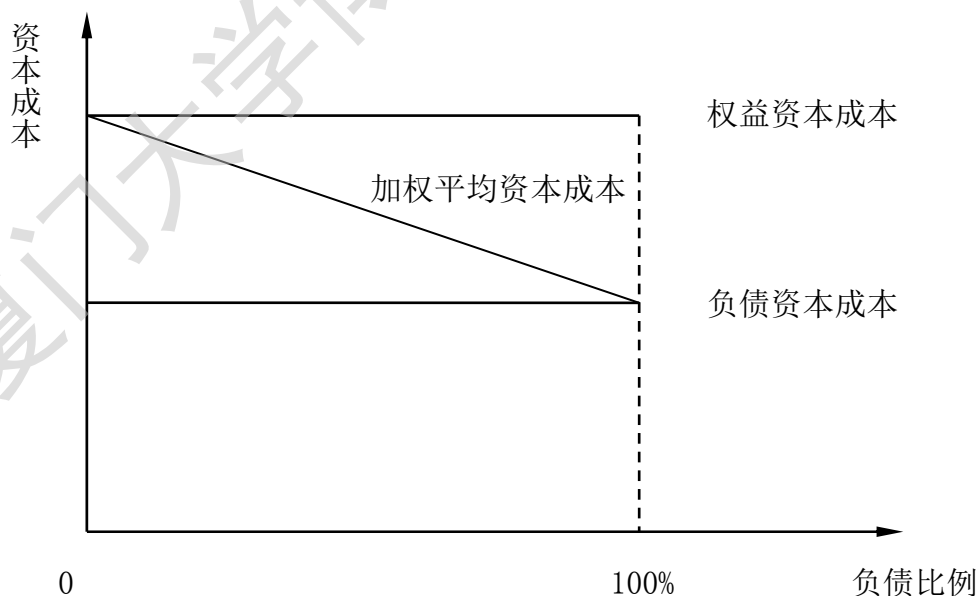
2.1 相关理论回顾

1952年，Durand在美国经济局召开的企业理财学术年会上提交的学术论文——《企业债务和股东权益成本：趋势和计量问题》拉开了资本结构理论研究的序幕，六年后，Modigliani和Miller（1958）的《资本成本、公司财务与投资理论》揭开了资本结构理论研究的新篇章。此后，很多学者围绕资本结构进行深入研究，关于资本结构研究的文章层出不穷。资本结构理论的发展历程可以分为三个阶段：早期资本结构理论、经典资本结构理论和现代资本结构理论。

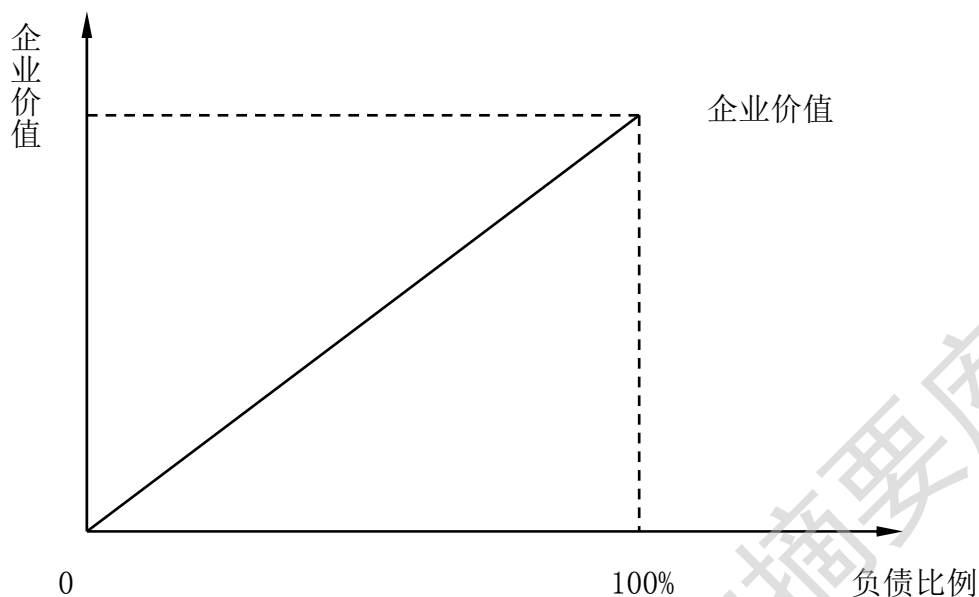
2.1.1 早期资本结构理论

1、净收益理论

净收益理论认为，利用负债融资可以降低企业的总资本成本，企业的负债程度越高，财务杠杆效应也将随之提高，从而使企业的价值提高。当企业的负债水平达到100%时，企业的价值将达到最大值，此时的资本结构也即最佳资本结构。



(1)



(2)

图 2.1 净收益理论

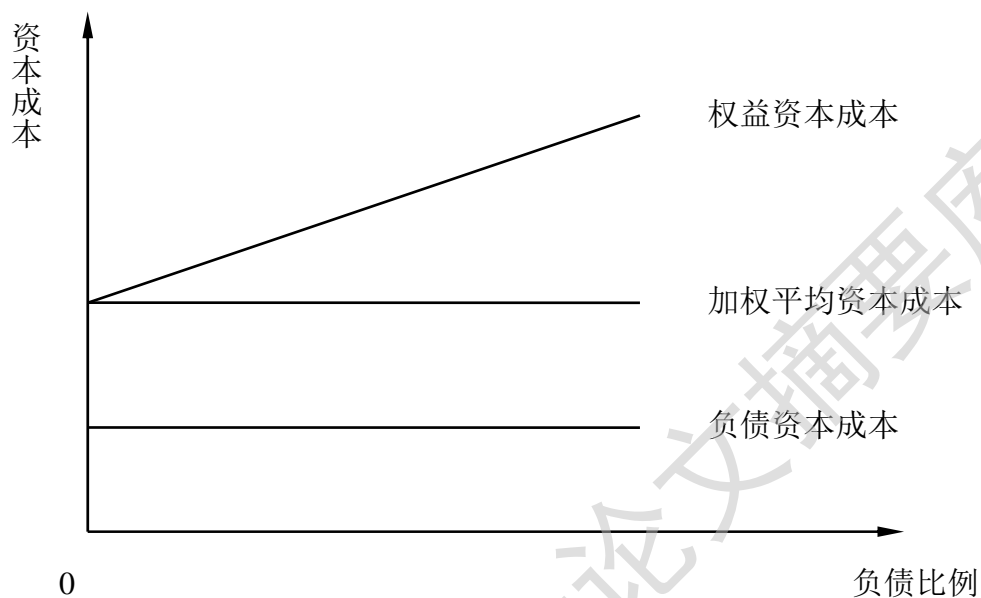
该理论假设，权益资本成本和负债资本成本固定不变，由于权益投资风险较大，投资者即股东要求的报酬率往往高于债权人要求的报酬率，所以权益资本成本大于负债资本成本。由此可知，随着负债比率的增加，加权平均资本成本将不断下降。当企业的资本全部来源于权益资本时，权益资本成本即为加权平均资本成本，此时企业的总资本成本最高；当企业的资本全部来源于负债融资时，负债资本成本即为加权平均资本成本，此时企业的总资本成本最低，企业价值最大（如图 2.1 所示）。

实践中表明，负债程度越高，财务风险也将越大，企业价值并不能达到最大值，净收益理论忽略了这一点。

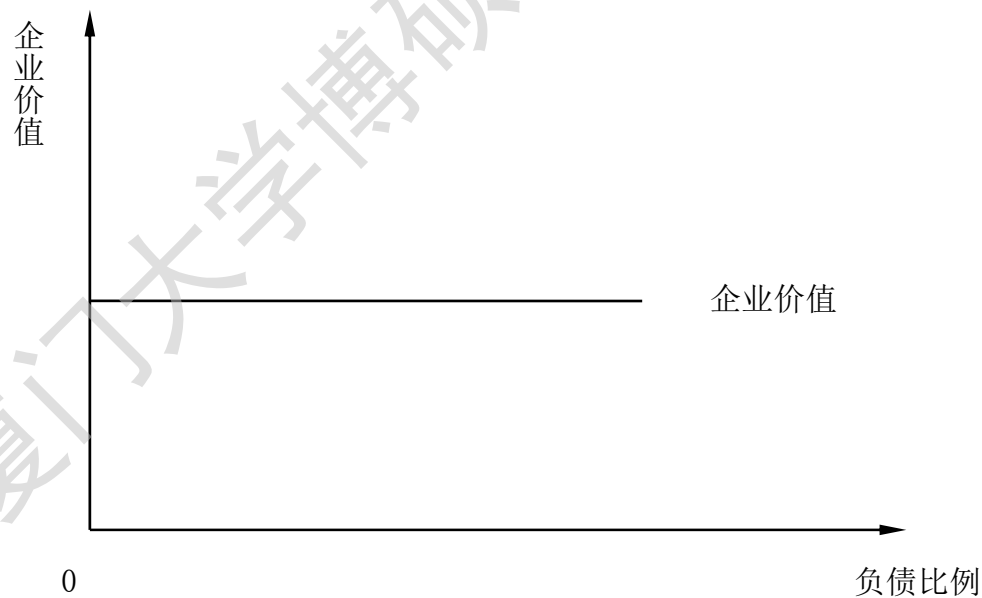
2、净营业收益理论

净营业收益理论认为，不论财务杠杆如何变化，企业的加权平均资本成本都是固定不变的，因而企业的总价值也是固定不变的。这是因为企业利用财务杠杆增加负债比例时，加大了权益资本的风险，使得权益成本上升，抵消了因负债增加而减少的资本成本，于是加权平均资本成本不会因负债比率的提高而降低，而是维持不变。因此，企业无法利用财务杠杆改变加权平均资本成本，也无法通过

改变资本结构提高企业价值；资本结构与企业价值无关；决定企业价值的关键要素是企业的净营业收入（如图 2.2 所示）。



(1)



(2)

图 2.2 净营业收入理论

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库