基于现金流量的中国上市公司扩张性融资偏好研究
——来自我国 A 股市场的经验证据

李 涛[1],简建辉[1,2]
(1. 华北电力大学 工商管理学院,北京 102206; 2. 中南财经政法大学 会计学院,武汉 430060)

摘 要:本文以资本结构理论为基础,运用实证研究方法,对我国 1998—2004 年具有扩张行为的上市公司的资金来源进行了探索性研究,旨在通过实证研究总结我国具有扩张行为的上市公司在获取资金方面存在的一些规律。实证研究结果表明:我国具有扩张行为的上市公司在筹集资金时,首先考虑债权融资。这有利于给上市公司带来财务杠杆效用、给股东创造更多的价值,同时也意味着我国上市公司经营者有意识地运用负债来经营,其融资行为是理性的。同时,我国具有扩张行为的上市公司在融资结构方面也存在一定的局限性,主要表现为内部融资所占比例较低和债权融资结构不合理。

关键词:上市公司;融资偏好;扩张方式;融资方式;扩张性融资顺序
中图分类号:F276.6 **文献标识码**:A **文章编号**:1002-980X(2008)06-0074-07

随着经济全球化的猛速发展,跨国公司不断涌现,外国资本的不断介入使中国的上市公司所面临的竞争日益激烈。中国上市公司通过扩张来追求可持续发展势在必行。企业的扩张方式主要包括内部扩张和外部扩张,但不管采取何种扩张方式,企业都必须拥有其源动力——资金,企业资金来源的选择成为企业扩张时的一个重要的财务决策行为。但是,我国学者对上市公司现金流量的研究不多,而且现金流量研究主要集中在如何利用它来判断上市公司的盈余质量方面,国内很少有文章涉及对具有扩张行为的上市公司资金来源的实证分析。

鉴于此,本文利用实证方法拟对我国具有扩张行为的上市公司的资金来源进行较深入的分析,试图通过研究总结出我国具有扩张行为的上市公司在获取扩张的资金方面存在的一些规律,揭示内在动因,并对存在的问题提出一些建设性意见。

1 文献回顾

自从 Modigliani[1]等于 1958 年提出 MM 定理后,对资本结构问题的研究成为学术界的热点。在众多的理论研究中,优序融资理论(pecking order theory)成为从现代资本结构理论中发展出来的一个主流理论。依据 Myers[2]和 Majluf[3]的分析,优序融资理论放宽了 MM 定理中完全信息的假定,以不对称信息理论为基础,并考虑到交易成本的存在,认为权益融资会传递企业经营的负面信息,而且外部融资要多支付各种成本,因此该理论的结论是,从融资方式的优劣排序来看,内部融资优于债务融资,而债务融资又优于权益融资,企业融资一般会遵循内部融资、债务融资、权益融资这样一种先后顺序。那么,企业在实际的融资过程中是否遵循优序融资理论呢?国外学者对此进行了很多的实证验证,得出了相互冲突的两种实证结果:Shyam-Sunder 和 Myers[4]、Fama 和 French[5]等得出了支持优序融资理论的结论;而 Frank 和 Goyal[6]等则得出了不支持优序融资理论的结论。

我国证券市场成立迄今已有十几年的发展历史,大规模发展的股票市场为上市公司进行外部股权融资创造了极其重要的场所。据统计:我国上市公司的内源融资在融资结构中的比例是非常低的,

收稿日期:2008-04-11
作者简介:李涛(1961—),男,山西阳泉人,华北电力大学工商管理学院副院长,教授,研究方向:会计学、财务分析;简建辉(1978—),男,江西高安人,华北电力大学工商学院讲师,中南财经政法大学会计学院博士研究生,研究方向:财务管理、公司治理和资本市场。

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

外源融资比例远高于内源融资比例;其次,在外源融资中,股权融资所占比重平均超过 50 %。对于中国上市公司而言,由于中国证券市场同时具有转轨经济和新兴市场的制度背景与政策背景的特点,因此关于中国的上市公司是否遵循优序融资理论,学界也得出两种相反的结论:绝大部分学者认为中国内地的上市公司存在股权融资偏好,不遵循优序融资理论,如黄少安、张岗[7]、黄贵海、宋敏[8]、蒋殿春[9]、陆正飞、叶康涛[10]等一致认为,股权融资成本偏低是股权融资偏好的直接动因;少数学者支持我国上市公司的融资遵循优序融资理论,如黄伟彬[11]也发现优序融资理论对企业的融资政策具有相当的解释能力。

2　样本选择和研究设计

2.1　样本选择

由于以权责发生制为基础的应计制会计核算系统存在多种原则和方法,引发了较多的会计主观估计和自由度较大的会计政策选择,从而导致应计制会计的不确定性;同时,应计制会计为公司管理层操纵财务报表提供了一个很好的平台。鉴于应计制会计存在的缺陷,在国外越来越多的投资者运用现金流量信息来分析一家公司的财务状况和经营状况。我国财政部于 1998 年 3 月公布《企业会计准则 ——现金流量表》,并规定我国企业从 1998 年 1 月 1 日起执行。由于现金流量表建立在收付实现制的基础之上,因此其能够更加真实、客观地反映公司的财务变动状况。

由于中国资本市场股权分置改革的原因(截至 2008 年 4 月基本完成),我国证监会从 2005 年 4 月起在资本市场暂停了上市公司融资行为。由于本文的研究重点是基于现金流量的公司扩张性融资偏好,为了保证样本数据的连续性,同时考虑到我国上市公司从 1998 年才开始编制现金流量表,因此本文以 1998 —2004 年为数据窗口,将 1998 —2004 年连续 7 年均公布年度财务报告的沪深两市 A 股上市公司作为研究样本。本文的数据均取自深圳国泰安信息技术有限公司开发的 CSMAR 数据库系统,为保证数据的有效性和连续性,消除异常样本对研究结论的影响,笔者对样本公司做了如下处理:剔除 ST 类、PT 类上市公司和金融保险类上市公司,将剩下的在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的、具有扩张行为的、数据齐全的中国公司作为研究样本。

2.2　研究设计

由于本文研究的对象是具有扩张行为的中国上市公司的融资方式,因此应剔除所有没有扩张行为的上市公司样本。首先,根据式(1)和式(2)将上市公司所有的扩张活动分为内部扩张和外部扩张:

内部扩张 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 + 融资租赁固定资产 - 折旧无形资产摊销数;　(1)

外部扩张 = 购买和处置子公司及其他营业单位所支付的现金 + 权益性投资所支付的现金 + 债权性投资所支付的现金 + 以固定资产进行的长期投资 - 收回投资所收到的现金。　(2)

然后,挑选内部扩张大于 0 或外部扩张大于 0 的样本为具有扩张行为的样本,作为本文的研究样本,否则剔出。

其次,将所有具有扩张行为的样本的融资情况分为 4 种:权益融资、债务融资、内部融资及不涉及现金的融资。其中:

权益融资 = 吸收权益性投资所收到的现金;(3)

债务融资 = 发行债券所收到的现金 + 借款所收到的现金;　(4)

内部融资 = 净利润 + 折旧 - 支付的股利;　(5)

不涉及现金的融资 = 融资租赁固定资产 + 以投资偿还债务 + 以固定资产偿还债务。　(6)

最后,将所有具有扩张行为的样本按照权益融资分为两类:权益融资 > 0 的样本;权益融资 ≤0 的样本。进而,将权益融资 ≤0 的样本按照其是否满足权益融资条件分为两类:满足权益融资条件样本;不满足权益融资条件样本。这样做的目的在于,将有能力但未进行权益融资的上市公司分离出来,单独分析其融资情况。判断依据是:①1999 年我国证监会出台的《关于上市公司配股工作有关问题的通知》中的相关规定 ——对配股公司历年净资产收益率的要求做出调整,即将原来的"连续三年净资产收益率不低于 10 %"改为"三年平均净资产收益率不低于 10 %,每年净资产收益率不得低于 6 %";②2001 年我国证监会再一次规定了新的配股条件 ——财务指标上要求公司最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6 %。根据上述规定,本文分 3 个阶段来分析判断各样本公司是否满足权益融资条件:1998 —1999 年、2000 年、2001 —2004 年。若某公司在各阶段都达到了证监会的配股要求,则认为其满足权益融资条件,否则不满足。

另外,由于通过现金流量表无法明确短期投资、

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

长期投资各自的数额,因此为了研究的方便,本文将短期投资也计入公司的扩张中。一般地,配股筹集是我国上市公司再融资的首选之一,为了简化研究,本文将配股条件作为判断上市公司是否满足权益融资的条件。

3　实证分析

根据上市公司是否进行了权益融资,本研究将样本公司分为两大类:权益融资上市公司和无权益融资上市公司。同时,将无权益融资上市公司样本按照其是否满足权益融资条件分为两小类:满足权益融资条件的上市公司和不满足权益融资条件的上市公司。本建议基于以上分类来研究具有扩张行为的上市公司的融资状况。

3.1　中国上市公司扩张性融资总体分析

上市公司筹集资金的方式主要包括 3 种:内部融资、债权融资和权益融资。不同的公司因其所处的情况不同而会选择不同的融资方式。表 1 和表 2 显示了我国上市公司①扩张性融资总况。

表 1　1998 —2004 年我国上市公司扩张性融资结构表　　%

年度	内部融资	外部融资		不涉及现金的融资
		股权融资	债权融资	
1998	15.54	22.59	61.87	0.00
1999	16.9	19.7	63.4	0.00
2000	14.93	21.22	63.08	0.77
2001	14.25	0.06	85.69	0.00
2002	15.05	0.24	84.70	0.01
2003	16.11	0.17	83.58	0.14
2004	17.07	0.42	82.28	0.23
平均值	15.69	9.20	74.94	0.17

表 2　1998 —2004 年我国上市公司外部融资结构表　　%

年度	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	平均值
股权融资额占外部融资额的比率	26.74	23.71	25.17	0.08	0.29	0.20	0.51	10.96
债权融资额占外部融资额的比率	73.26	76.29	74.83	99.92	99.71	99.80	99.49	89.04

表 1 显示了 1998 —2004 年我国具有扩张行为的上市公司的融资结构变化情况。从表 1 可知:1998 —2004 年我国上市公司的内部融资呈先升后降再上升的趋势,到 2004 年达到 7 年中的最大值 17.07 %;1998 —2004 年我国上市公司的内部融资比例平均为 15.69 %,外部融资比例平均为 84.14 %,不涉及现金的融资比例平均为 0.16 %,其所占比重非常小。这些数据说明:我国具有扩张行为的上市公司的资金来源主要为外部融资;尽管内部融资比例后期有上升趋势,但整体来看其所占的比重还相对较小;从整个阶段来看,内部融资比例有上升趋势,在 2001 —2004 年期间均超过股权融资所占融资总额的比例。

从表 2 可知:股权融资额占外部融资额的比例在 1998 —2000 年期间波动不大,基本维持在 25 % 左右,但是其于 2001 年急剧降至 0.08 %,此后维持在 3 %左右,7 年内的平均水平为 10.96 %;而债务融资额占外部融资额的比例一直处于较高水平,2001 —2004 年的平均值达 99.73 %,最高达到 99.92 %,7 年的平均水平约 89.04 %。根据以上数据统计结果可知,我国具有扩张行为的上市公司在外部融资中主要依靠债务融资来满足其对资金的需求。

表 3 显示了 1998 —2004 年我国上市公司的债权融资结构。

表 3　1998 —2004 年我国上市公司债权融资结构表　　%

年度	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
债券融资占债券融资额的比例	0.46	0.78	1.89	0.00	0.19	0.11	1.00
借款融资占债券融资额的比例	99.54	99.22	98.11	100.00	99.81	99.89	99.00

表 3 进一步给出了 1998 —2004 年我国上市公司债权融资结构的变化情况。从表 3 可知,绝大部分上市公司的债权融资来自于借款,只有极少部分由债券融资来补充。这与我国债券市场起步较晚、发展还很不完善,上市公司发行债券受到限制及债权融资结构失衡的现状相吻合。

① 除特别说明外,此后本文所提到的上市公司均指具有扩张行为的中国上市公司。

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

综上所述,1998—2004 年期间,我国具有扩张行为的上市公司的内部融资比例虽然呈上升趋势,但其在整个融资中所占的比重还很小,外部融资是上市公司的主要融资方式;外部融资的绝大部分来自债权融资,而银行借款是债权融资的主要组成部分。

3.2　中国上市公司扩张性融资方式分解

(1) 权益融资上市公司的融资结构分析

本文将进行了权益融资的上市公司单独分离出来考察其融资状况。表 4 显示了 1998—2004 年我国权益融资上市公司的融资结构。

表 4　1998—2004 年我国权益融资上市公司的融资结构表　%

年度	内部融资	外部融资				不涉及现金的融资①
		股权融资	债权融资			
			债券融资	银行借款	合计	
1998	13.78	32.8	0.26	53.16	53.42	0.00
1999	13.46	31.82	0.40	54.32	54.72	0.00
2000	11.59	40.21	0.87	46.71	47.58	0.62
2001	15.32	9.90	0.00	74.77	74.77	0.01
2002	14.41	13.42	9.01	63.16	72.17	0.00
2003	15.25	8.65	0.00	76.10	76.10	0.00
2004	16.9	1.24	1.12	79.97	81.09	0.77
平均值	14.39	19.72	1.67	64.02	65.69	0.20

从表 4 来看:1998—2004 年我国上市公司的内部融资、股权融资、债权融资所占比重波动性很大。主要分为 3 个阶段:

第一阶段为 1998—2000 年。在此期间,我国上市公司的内部融资、股权融资、债权融资具有较大的起伏,其中债务融资比例平均水平最高,达 51.9%,股权融资比例平均水平为 34.95%,位居第二,内部融资比例平均水平最低,为 12.94%。这表明我国上市公司的融资在此期间主要依赖外部融资。第二阶段为 2000—2001 年,其中 2001 年是我国上市公司融资的一个转折点。在这一年,我国上市公司股权融资比例急剧下降至 9.90%,与之相反,债权融资比例却突飞猛进,由原来的 47.58% 上升至 74.77%。上市公司内部融资比例有少许上升,为 15.32%。第二阶段与第一阶段显著不同的是,上市公司内部融资要大于股权融资。第三阶段为 2002—2004 年。在此期间,上市公司三种主要融资方式的融资比例的波动较小。内部融资比例在 15%左右起伏,内部融资所占比重仍大于股权融资;债权融资比例相对来说保持着较高的水平,并在 2004 年达到 7 年来的最高值 86.67%;股权融资比例变化最大,在 2004 年急剧下降至 1.24%。以上数据表明:上市公司的融资主要依靠外部融资,特别是债权融资。

从平均水平来看,1998—2004 年期间,按照融资比例从高到低对上市公司三种主要的融资方式排序为:债务融资(66.49%)、股票融资(19.72%)、内部融资(14.39%)。这与 Myers 和 Majluf 提出的优序融资理论中的"债权融资比例 > 股票融资比例"相吻合。

另外,就上市公司债务融资结构而言,银行借款占绝大部分,债券融资比例很小,其值仅为 1.66%。

(2) 无权益融资上市公司的融资结构分析

根据本章前面所提到的,在这里将无权益融资上市公司按照其是否满足权益融资条件分为满足权益融资条件上市公司和不满足权益融资条件上市公司两类来研究。具体情况如下:

1) 满足权益融资条件但无权益融资的上市公司的融资结构分析。

这类上市公司一个最大的特点就是它满足了权益融资的条件,即可以进行权益融资,但却并没有进行权益融资,而是通过其他融资方式来满足资金需要。1998—2004 年我国这类上市公司的融资结构见表 5。

由表 5 可知:1998—2004 年期间,我国满足权益融资条件但无权益融资的上市公司的融资方式主要集中为债权融资和内部融资。融资结构的变化发展主要经历了三个阶段。第一阶段,即 1998—1999

① 由于不涉及现金的融资所占的比重非常小,本文不予以分析,但由于它是上市公司融资活动的一种,所以单独在表 4 中列出。

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

年。上市公司内部融资比例呈上升趋势,但上升幅度很小。第二阶段,即 1999 —2001 年。上市公司债权融资比例和内部融资比例的变化幅度较大,其中内部融资比例在此期间下降近 8 个百分点,而债权融资比例上升幅度也达 8 个百分点,并于 2001 年达 7 年来的最大值 86. 61 %。第三阶段,即 2001 —2004 年。在此期间,内部融资和债权融资所占比例的波动较大:内部融资呈上升趋势,在 2004 年达 7 年来的最大值 21. 44 %,以 2001 年为基准,其涨幅达 60 %。在这三个阶段,债权融资比例平均值为 82. 46 %,占此类上市公司融资的绝大部分;在债权融资中,银行借款占其绝大部分,债券融资平均水平仅占整个融资的 0. 23 %。

表 5　1998 —2004 年我国满足权益融资条件但无权益融资的上市公司的融资结构表　%

年度	内部融资	外部融资				不涉及现金的融资
		股权融资	债权融资			
			债券融资	银行借款	合计	
1998	19. 09	0. 00	0. 14	80. 76	80. 91	0. 00
1999	20. 95	0. 00	1. 06	77. 99	79. 05	0. 00
2000	16. 77	0. 00	0. 08	81. 62	81. 70	1. 53
2001	13. 39	0. 00	0. 00	86. 61	86. 61	0. 00
2002	14. 24	0. 00	0. 00	85. 74	85. 74	0. 02
2003	15. 07	0. 00	0. 11	84. 58	84. 69	0. 24
2004	21. 44	0. 00	0. 20	78. 33	78. 53	0. 03
平均值	17. 28	0. 00	0. 23	82. 23	82. 46	0. 26

2) 不满足权益融资条件的上市公司的融资结构分析。

这类上市公司在不满足权益融资条件的情况下,其资金来源只有以下三种融资方式:内部融资、债券融资及不涉及现金的融资。表 6 显示了 1998 —2004 年我国此类上市公司的具体融资结构。

表 6　1998 —2004 年我国不满足权益融资条件的上市公司的融资结构表　%

年度	内部融资	外部融资				不涉及现金的融资
		股权融资	债权融资			
			债券融资	银行借款	合计	
1998	19. 64	0. 00	0. 46	79. 90	80. 36	0. 00
1999	23. 44	0. 00	0. 49	76. 07	76. 56	0. 00
2000	20. 38	0. 00	2. 85	76. 38	79. 23	0. 39
2001	14. 72	0. 00	0. 00	85. 28	85. 28	0. 00
2002	15. 63	0. 00	0. 00	84. 37	84. 37	0. 00
2003	17. 56	0. 00	0. 07	82. 37	82. 44	0. 00
2004	16. 90	0. 00	0. 00	82. 33	82. 33	0. 77
平均值	18. 32	0. 00	0. 55	80. 96	81. 51	0. 17

表 6 显示:1998 —2004 年期间,我国不满足权益融资条件的上市公司的融资方式主要集中在债权融资和内部融资。各融资方式所占比例的变化主要经历了三个阶段:第一阶段,即 1998 —1999 年,内部融资比例由 1998 年的 19. 64 %上升至 23. 44 %,上升幅度较大;第二阶段,即 1999 —2001 年,债权融资比例和内部融资比例的波动较大,其中内部融资比例下降近 9 个百分点,而债权融资比例上升幅度也近 9 个百分点,且在 2001 年达到 7 年中的最高值 85. 28 %;第三阶段,2001 —2004 年,在此期间内部融资和债权融资所占比例的变化比较平稳,其中债权融资比例维持在一个相对高的水平,此期间的平均值达 83. 05 %。综合三个阶段来看,在此类上市公司的两种主要的融资方式中,债权融资占很大部分,平均比例达 81. 51 %;在债务融资中,银行借款占绝大部分,债券融资平均水平仅占整个融资的 0. 55 %。

综上,具有扩张行为的上市公司的主要资金来源是债权融资和内部融资。鉴于此,本文对权益融资上市公司和满足权益融资条件但没有进行权益融资的上市公司的数量进行比较,以考察具有扩张行为的上市公司在 1998 - 2004 年期间是否有权益融

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

资偏好。

从表 7 可看出,1998 —2004 年我国具有扩张行为的上市公司中,权益融资上市公司所占的比例呈下降趋势,且 2001 年是一个大的转折点,该比例由 2000 年的 67. 56 %降至 2001 年的 2. 65 %,此后权益融资上市公司比例起伏不大,一直维持在 2 %左右。以上数据显示,1998 —2000 年期间,权益融资上市公司有明显的权益融资偏好;但是,在 2001 —2004 年期间,此类公司的权益融资偏好不明显。

表 7　有无权益融资行为的上市公司比例分布　%

年度	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
权益融资个数比例	87. 88	73. 54	67. 56	2. 65	2. 00	2. 46	3. 15
无权益融资①个数比例	12. 12	26. 46	32. 44	97. 35	98. 00	97. 54	96. 85

4　结论和政策建议

4. 1　结论

通过从现金流量的角度对上市公司的扩张性融资偏好进行研究,可得出以下结论:

1) 从整体来看,可划分两个阶段来总结我国具有扩张行为的上市公司的融资顺序。第一阶段,即 1998 —2000 年,其融资顺序为:债权融资 > 股权融资 > 内部融资。第二阶段,即 2001 —2004 年,其融资顺序为:债权融资 > 内部融资 > 股权融资。在债权融资中,上市公司主要依靠银行借款,债券融资所占的比重很微小。综合以上两个阶段的情况,可得出我国具有扩张行为的上市公司的融资特点如下:第一,在 2001 —2004 年期间,内部融资所占比例一直高于股权融资;第二,债权融资所占比例远高于内部融资和股权融资所占比例。这两个特点也显示了:我国具有扩张行为的上市公司的融资顺序在不断合理化,优序融资理论能够部分解释我国具有扩张行为的上市公司的融资特点。

2) 从拥有权益融资的上市公司的融资情况来看,可将其融资情况的变化分为三个阶段。第一阶段,即 1998 —2000 年。在此期间,拥有权益融资的上市公司的融资顺序为:债权融资 > 股权融资 > 内部融资。其中,内部融资比例平均水平最低,为 12. 94 %,这表明上市公司在此期间主要依赖外部融资。第二阶段,即 2000 —2001 年。在此期间,拥有权益融资的上市公司的融资结构发生了巨变:2001 年内部融资比例上升,为 15. 32 %,大于同年的股权融资比例(9. 9 %),此期间的融资顺序变为:债权融资 > 内部融资 > 股权融资。第三阶段,即 2001 —2004 年。在此期间,拥有权益融资的上市公司的三种主要融资方式的融资比例波动较大:内部融资比例在 15 %左右起伏,债权融资比例相对保持着较高的水平,并在 2004 年达到 7 年来的最高水平,其值为 86. 67 %,此期间的融资顺序为:债权融资 > 内部融资 > 股权融资。

3) 不管是从无权益融资上市公司的融资情况整体来看,还是将此类公司分为两类(满足权益融资条件但无权益融资的上市公司和不满足权益融资条件的上市公司)来研究,1998 —2004 年期间的融资顺序均为:债权融资 > 内部融资。另外,就具有扩张行为的上市公司债权融资结构而言,银行借款占其绝大部分,债券融资比例很小。

4. 2　建议

针对我国具有扩张行为的上市公司在内部融资比例和债权融资结构方面现状,本文提出如下政策建议:

1) 我国上市公司要努力提高内部融资能力。根据 Myers 和 Majluf 的优序融资理论,内部融资既可以避免困扰外部融资的有关投资项目的信息与激励问题,也不需要与其他任何实体进行交易,交易成本为零,因此它应该成为上市公司首选的融资方式。但是,由于我国上市公司普遍盈利能力较低,导致其内部融资能力弱、融资成本过高。我国上市公司应该力争改善其本身的经营效率,只有经营效率改善了,才能在一个较长的时间内提高盈利能力,创造更多的盈余,而盈余的积累则是提高一个公司内部融资能力的最好方法。

2) 政府要从政策层面扶持我国债券市场的发展和完善。改变发行量和利率水平由政府决定的状况,准许公司可以根据自己的状况适当调整债券的价格,提高价格市场化程度;改善目前公司债券的信

① 这里的无权益融资是指满足了权益融资条件但没有进行扩张的上市公司。

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

用评级制度,尽快实现公司债券的发行准入由审批制向核准制过渡,简化程序,降低债券融资的门槛,加快债券发行的市场化,使一些符合条件的上市公司均能发行债券,充分调动公司发行债券的积极性。

参考文献

[1] MODIGLIANI F,MILLER M H. The cost of capital,corporation finance and the theory of investment[J]. American Economic Review,1958,48:267-297.

[2] MYERS S C. The capital structure puzzle[J]. Journal of Finance,1984,39(3):575-592.

[3] MYERS S C,MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have[J]. Journal of Financial Economics,1984,13:187-221.

[4] SHYAM-SUNDER L, MYERS S C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure [J]. Journal of Financial Economics,1999,51:219-244.

[5] FAMA E,FRENCH K. Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt[J]. Review of Financial Studies,2002,15:1-331

[6] FRANK M Z, GOYAL V K. Testing the pecking order theory of capital structure[J]. Journal of Financial Economics,2003,67:217-248.

[7] 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):21-23.

[8] 黄贵海,宋敏. 中国上市公司的资本结构[R]. 上海:上海证证券交易所,2003.

[9] 蒋殿春. 中国上市公司资本结构和融资倾向[J]. 世界经济,2003(7):43-53.

[10] 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):31-34.

[11] 黄伟彬. 中国上市公司融资偏好问题的重新审视[J]. 当代财经,2006(11):37-42.

Research on Financing Preference For Expansion of China's Listed Companies Based on Cash Flow:Evidence from A Stock Market in China

Li Tao[1], Jian Jianhui[1,2]

(1. School of Business Administration,North China Electric Power University,Beijing 102206,China;
2. School of Accounting,Zhongnan University of Economics and Law,Wuhan 430060,China)

Abstract: On the basis of capital structure theory,this paper empirically studies the capital sources of China's listed companies with the expansion actions from 1998 to 2004 in order to summarize some laws in financing. The results of empirical study show that,China's listed companies with expansion actions first considered debt financing when financing,which helps to bring financial lever utility for list companies,and to create more value for shareholders,and also means that managers of China's listed companies have sense of operating companies in debt,and their financing behaviors are reasonable. However,there exist some problems in financing of China's listed companies with expansion actions,such as the lower proportion of internal financing,the unreasonable debt financing structure and so on. Finally,it puts forward some suggestions to improve the above limitations.

Key words: list company;financing preference;expansion way;financing way;financing order of listed company with expansion action

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net