

从我国金融市场发展看上市公司股权融资偏好及其对企业利润的影响

赵玮玮

(湖南大学, 湖南省、长沙市, 410000)

摘要: 本文使用我国上市制造业企业的财务数据以及国家宏观层面的金融发展指标数据, 分析了我国金融市场发展对公司融资结构的影响, 得出我国上市公司存在明显的股权融资偏好。然后进一步分析了不同行业的融资方式对企业利润的影响, 得出对企业来说, 并不是股权融资越多越好, 虽然企业大多偏向股权融资, 但是对有些行业的企业来说融资比例相对较少的长期借款对公司利润却有积极的影响。同理短期借款对不同行业的企业利润也有不同的影响, 这给不同行业的企业融资方式的选择提供了借鉴。通过对不同行业进行分析发现, 并不是所有的行业股权融资越多越好, 有的企业可以选择其他融资方式来使利润最大化, 所以这一部分为不同行业的企业融资方式选择提供了借鉴意义。在政策上, 是不是有关部门在企业的融资上给予一定的政策倾斜或限制, 这值得我们思考。

关键词: 金融市场, 融资结构, 股权融资偏好, 利润

中图分类号: F

文献标识码: D

第1章 绪论

1.1 研究背景以及课题来源

近年来我国金融市场发展迅速, 出现了多样化融资渠道, 企业获得融资大部分是通过金融市场实现的, 在金融市场蓬勃发展的今天, 我们应该考虑到这种多样化发展给企业利润所带来的影响。1984 年以前我国企业融资以国家财政拨款为主, 1984 年以后, 国家在国有企业的资金供给上采用“拨改贷”的形式, 进入 90 年代后期, 在政府的支持和推动下, 越来越多的企业走向资本市场公开发行股票, 踏上了以股权融资和产权变革为特征的制度创新之路。我们知道, 金融市场的发展直接关系到公司融资方式的选择, 在过去金融机构单一的时代, 企业可以选择的融资方式只有通过银行借款, 随着金融市场的逐渐多样化发展, 出现了股票市场, 企业也可以通过发行股票来获得融资。我国企业在融资形式上经历了从内源融资到外源融资的一个制度的变迁过程。

金融市场是通过什么样的方式来影响企业的利润? 公司融资方式是由金融市场发展状况来主导的。而企业融资方式的选择又直接关系到企业利润的大小, 企业通过选择不同的融资方式来使利润最大化。关于融资结构的研究最著名的要数 MM 理论, Miller (1958, 1963) 在研究公司融资结构与公司效益之间的关系上做出了开创性的贡献。MM 理论就是指在一定的条件下, 企业无论以负债筹资还是以权益资本筹资都不影响企业的市场总价值。企业如果偏好债务筹资, 债务比例相应上升, 企业的风险随之增大, 进而反映到股票的价格上, 股票价格就会下降。也就是说, 企业从债务筹资上得到的好处会被股票价格的下跌所抹掉, 从而导致企业的总价值(股票加上债务)保持不变。企业以不同的方式筹资只是改变了企业的总价值在股权者和债权人之间分割的比例, 而不改变企业价值的总额。MM 定理是在高度抽象现实生活的基础上得出的结论, 难免会遇到来自现实生活的挑战。因为税收的列支的先后、破产的可能性、对经理行为的制约、维持生活的挑战、良好的企业形象以及企业控制权等几方面的因素表明: 股权资本筹资和债券筹资对企业收益的影响不同, 进而直接或间接地影响企业市场的总价值。在这里, 我们从 MM 定理得出一点启示, 我们从另一个角度来研究公司的融资结构, 企业存在的目的是使公司价值最大化, 特别是使企业利润最大化。所以在这里通过研究金融机构发展对企业融资方式的影响, 进而研究公司融资方式的选择对企业利润的影响, 对研究我国金融发展对经济增长特别是对企业经济效益的影响具有更重要的作用。金融市场的发展对企业融资结构产生什么样的影响? 企业在金融市场多样化发展下更偏好于

哪种融资方式？这样的融资方式对企业的利润有什么样的影响？本文将从金融市场发展的角度和公司本身融资结构的角度对中国上市公司的融资偏好行为做出分析，进而分析上市公司融资结构对企业利润的影响。

1.2 国内外文献综述

金和莱文（1993）研究了金融中介与经济的关系、银行和股票市场相结合与经济增长的关系、金融发展与行业成长的关系、金融发展与企业资本结构的关系。他们的这些研究结论对发展中国家的金融体系构建具有非常重要的借鉴意义。他们发现金融市场的发展尤其是银行和股票市场的发展能促进经济增长，而对于不同行业来说影响程度是不一样的。他们还研究了金融发展对企业资本结构的影响。金和莱文的成果打开了研究金融发展与经济，尤其是与企业层面的关系的大门，为以后学者的研究开辟了一条道路。

Levine 和 Warusawitharana（2014）用欧洲地区公司层面的数据，通过控制企业特征发现外源融资能促进公司生产。Norris 和 Kersting（2010）用不同国家，不同行业的企业数据研究一个企业的创新，生产过程的改进以及新技术的采纳会对企业发展有积极的影响，同时金融市场的发展能更进一步的促进企业的成长。

而国内学者对于此类“金融—企业”问题的理论和实证研究，大多集中在金融深化与经济增长关系这一宏观层面，对企业的研究很少。最早的研究要属谈儒勇，谈（2001）通过对电子信息行业中的一些上市公司作为研究对象，从实证上考察了企业外部融资的初始规模和结构与企业未来成长的关系。他选取了三个衡量企业成长的指标，分别是总资产增长率，主营业务收入增长率，利润总额增长率，用初始外部融资规模和结构作为自变量，发现提高初始融资规模，降低债务融资与权益融资之比对企业发展有益。

融资决策研究在近些年一直很受重视，特别是自从 Modigliani Miller（1958，1963）提出了 MM 理论之后。而大部分研究是基于金融市场发展比较完善的发达国家和工业国家。Kester（1986）比较了日本和美国两个地区的上市公司的负债结构发现，当负债值用市值来计算时，美国和日本两个地区的负债结构基本是相同的，除了一些由两国上市公司的利润增长率，风险水平以及行业和公司规模不同可以解释的差异。而当负债值用账面价值来计量时，研究发现日本地区的上市公司比美国地区的负债比率明显要高。类似的研究 Larance（2001）也曾经做过，他们比较了 10 个发展中国家的资本结构，发现不同国家的金融市场环境不同导致的融资结构存在差异。

Fama and French（1998）研究了税收，融资结构和公司价值之间的关系，得出负债与公司利润存在反向相关关系，过高负债会产生股权人和债权人之间的代理问题。Booth et al.（2001）比较了公司的融资结构和几个不同金融市场环境的关系，发现尽管存在金融市场异质性，但影响公司融资机构的因素是大体一致的，除此之外他们还总结出公司的利润与公司债务水平和公司规模存在相反的关系。Graham（2000）得出结论盈利能力比较高的公司往往债务比例较低。Hadlock and James（2002）得出企业倾向于选择债务融资，因为高债务融资比例预示着高的回报率。从以上研究可以看出，在不同国家，公司利润和融资构成的关系是不一样的，由于国家政策，金融市场环境等的不同，融资所发挥的作用会不一样，因此我们研究中国上市制造业的公司利润和融资结构之间的关系，来看对我国企业来说企业选择哪种融资方式是有利的。

尽管关于资本结构的文献研究有很多，但是在金融发展对上市公司融资决策的研究很少，有些学者试图做过这样的研究，他们发现通过金融市场改革来促进投资以及经济增长，并为上市公司提供一种更加便捷的融资渠道具有显著的效果，他们的结论对以后其他学者的进一步研究具有重要意义。James N. Doku 对加纳地区 21 家上市公司的面板数据进行研究发现，金融发展会在很大程度上影响到公司的融资决策，而且在影响方式上，股票市场和银行市场存在互补的关系而非替代的关系。在我们所掌握的资料中，中国目前还没有学者做过关于这方面的研究，我们接下来分析中国金融市场中，股票市场和存款类金融市场在对公司融

资决策中是否存在互补性,进一步通过结果得出我国上市公司融资结构偏好。

第2章 通过金融市场发展看企业融资偏好

在这里我们提出假设,在金融市场多样化发展的今天,企业在融资方式的选择上必定存在融资偏好倾向,而且企业在融资方式选择上,由于股权融资的软约束和债权融资的硬约束等等因素使企业更偏向于股权融资。这一部分将通过实证分析在证实这个假设,并得出其他一些有意思的结论。

2.1 数据和变量选择

我们的数据来自中国人民银行以及国泰君安数据库和国家统计局。公司层面数据我们选取了从2002年到2015年我国上交所和深交所所有制造业企业的数据,共1559家,有的公司设立早于2002年,有的晚于2002年,所以构成一个非平衡面板数据。其中宏观层面金融市场变量包括证券市场变量和存款类金融机构变量。证券市场变量包括股票交易额比率等于股票年交易总额除以GDP,用来衡量股票市场的流动性。有些国家的股票市值可能比较大,但是交易却很少,说明这个证券市场流动性很低,对上市公司的融资作用不大;股票市值比率等于股票月末平均市值除以GDP,用来衡量股票市场规模的大小;以及股票周转率等于股票年交易额除以股票月末平均市值,衡量股票市场的活跃性和交易成本。一个高的股票周转率通常意味着交易成本较低。存款类金融机构变量我们选取了各项贷款总额比率,等于各项贷款总额除以GDP,这个值比较大通常意味着公司可获得的贷款较多。我们还控制了社会准货币供应量指标M2,用M2除以GDP衡量社会广义货币供应量相对于国内生产总值的大小。社会公司指标我们选取了资产总额来衡量公司规模大小,ROA来衡量公司盈利能力。

模型我们采用了Demirguc-Kunt(1999)中所提出的理论模型,该模型指出,公司的债权-股权比率,De,与一系列变量(包括股票市场指标,存款类金融机构指标以及公司特征指标)存在一定的函数关系。模型的形式如下:

$$De = \beta X + \delta + \gamma + \epsilon$$

其中,De=债权/股权,即上市公司长期借款和短期借款与股权比率值;

X=影响公司融资结构的变量指标,包括股票市场指标,存款类金融机构指标以及公司特征指标;

δ =公司效应

γ =时间效应

ϵ =误差项

这个模型用来指导金融市场发展对公司融资决策选择的影响。若股票市场指标的系数为负数,则意味着当股票市场规模扩张时,债权比率较少,也就是说当股票市场规模扩张时,上市公司会更多的选择股权融资而减少债权融资形式。同理,如果存款类金融机构系数为正数,则意味着当存款类金融机构规模扩张时,债权比率增加,也就是说上市公司会倾向于选择债权融资而替代股权融资。

数据选取的是上海证券交易所和深圳证券交易所所有制造业企业,时间从2002年到2015年,涉及到28个行业,行业分布如表2.1所示:

表2.1 行业代码查询

行业代码	行业名称	样本数量
313	农副产品加工业	248
314	食品制造业	156
315	酒、饮料和精致茶制造业	348
317	纺织业	333

318	纺织服装，服饰业	130
319	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	27
320	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	39
321	家具制造业	29
322	造纸和纸制品业	268
323	印刷和记录媒介复制业	61
324	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	51
325	石油加工、炼焦和核燃料加工业	136
326	化学原料和化学制品制造业	1384
327	医药制造业	1284
328	化学纤维制造业	191
329	橡胶和塑料制品业	307
330	非金属矿物制品业	605
331	黑色金属冶炼和压延加工业	312
332	有色金属冶炼和压延加工业	463
333	金属制品业	261
334	通用设备制造业	566
335	专用设备制造业	867
336	汽车制造业	549
337	铁路、船舶、航空航天等制造业	279
338	电气机械和器材制造业	937
339	计算机、通信和其他电子设备制造业	1480
340	仪器仪表制造业	111
341	其他制造业	84
342	废弃资源综合利用业	4

2.2 数据统计

表 2.2 数据统计

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
LDR	11061	0.158668	0.3820258	0	8.202829
SDR	11061	0.481506	0.6246522	0	7.828093
Size	11061	21.62664	1.105568	16.18067	26.96087
ROA	11061	0.030555	0.4856143	-48.31592	10.40092
MCR	11061	0.478450	0.1611184	0.177067	0.750633
TVR	11061	1.215483	0.9785716	0.1690421	3.454602
TOR	11061	2.264813	1.166309	0.7545091	4.800686

M2R	11061	1.765317	0.1679885	1.487147	2.031023
LOR	11061	1.169657	0.1137699	0.9495459	1.370579

注：LDR=长期借款/股权；SDR=短期借款/股权；Size=公司总资产的对数形式；ROA=资产回报率；MCR=股票市值/GDP；TVR：股票交易总额/GDP；TOR：股票交易额/股票市值；M2R：准货币/GDP；LOR：存款类金融机构贷款总额/GDP

根据数据统计表 2.2，我们看到 SDR 也就是短期借款比率均值为 47.9%，而 LDR 长期借款比率均值仅为 15.8%，从这里可以看出我国制造业更倾向于使用短期借款进行融资。对于股票市场交易规模和股票周转率，TVR 和 TOR 均值大于 1，说明我国股票市场比较活跃，对于准货币比率 M2R，均值也是接近于 2，说明相对于 GDP 我国货币供应量很高，根据学者研究的准货币与 GDP 之比，这个数值大约在 1.5 就可以满足社会消费需求，而现在达到了 1.755。贷款规模 LOR 也是超过了 1，说明我国存款类金融机构对企业的贷款支持度很大。

2.3 实证分析

在进行实证分析之前，我们首先对变量做相关系数检验，看这些变量之前的内在联系。如表 2.3 所示：

表 2.3 变量之间相关系数检验

	LDR	SDR	Size	ROA	MCR	TVR	TOR	M2R	LOR
LDR	1								
SDR	0.3669*	1							
	0								
Size	0.3364*	0.3029*	1						
	0	0							
ROA	-0.0052	-0.0258*	0.0518*	1					
	0.5847	0.0067	0						
MCR	-0.0216	-0.0267*	0.0709*	0.0102	1				
	0.0229	0.005	0	0.2858					
TVR	-0.0408*	-0.0545*	0.1081*	0.002	0.8213*	1			
	0	0	0	0.8301	0				
TOR	-0.0438*	-0.0614*	0.1296*	-0.0026	0.7019*	0.9626*	1		
	0	0	0	0.7862	0	0			

M2R -0.0822* -0.1064* 0.1680* -0.0013 0.3441* 0.6457* 0.7508* 1

0 0 0 0.8899 0 0 0

LOR -0.0811* -0.1063* 0.1527* -0.0036 0.3464* 0.6952* 0.7776* 0.9539* 1

0 0 0 0.7052 0 0 0 0

注：对于每一个相关系数，上面的数是系数值，下面的数是 P 值，星号代表在 10%的误差水平上相关系数是显著的。

根据检验结果，LDR 长期借款比率与公司规模大小呈正相关关系，也就是说公司规模越大，相比股权融资，公司越会倾向于选择长期借款。而 ROA 资产报酬率高的企业却倾向于选择股权融资。其他的金融市场变量，都是负的相关关系，说明金融市场越发达，公司越会选择股权融资。对于短期借款 SDR 分析结果也是一样的，我们不再赘述。我们看到股票周转率 TOR 与 TVR 和 MCR 均存在比较大的相关关系，所以我们在下面的回归分析中去掉这个变量，下面我们通过回归分析得出更具体的结论。

我们同时做了固定效应和随机效应的面板数据回归分析，而豪斯曼检验拒绝了 Fe 和 Re 估计量将共同收敛于真实的参数值的原假设，所以我们在这里选择了固定效应模型。结果如表 2.4 所示：

表 2.4 回归分析结果

因变量 自变量	长期借款与股权比率 (LDR)		短期借款与股权比率 (SDR)	
	系数	T 统计量	系数	T 统计量
Log (Size)	0.156 ^{***}	22.608	0.274 ^{***}	27.4
ROA	-0.011 [*]	-1.719	-0.037 ^{***}	-3.936
MCR	-0.118 ^{***}	-3.269	-0.253 ^{***}	-4.828
TVR	-0.023 ^{***}	-2.987	0.042 ^{***}	3.75
M2R	-0.172 ^{**}	-2.820	-0.183 ^{**}	2.065
LOR	-0.260 ^{***}	-2.848	-0.588 ^{***}	-4.441
_cons	-2.591 ^{***}	-20.101	-4.374 ^{***}	-23.378
Prob>chi2	0.0000		0.0000	
F(7, 9942)	108.86		145.07	
No. of Obs	11510		11510	
R ²	20.8%		15.7%	

2.3.1 公司特征变量分析

根据回归结果,对于公司特征变量,我们看到资产回报率 ROA 与长期借款比率和短期借款比率都是存在显著的负相关关系。公司的盈利能力越高,越倾向于选择股权融资。这个结论与 POT, Friend&Land (1988) 的结论一致。但是与 Doku 的结论相反,在 Doku 的结论中,他们分析得出对于加纳地区,公司的资产回报率越高,越倾向于债权融资。对于营业收入增长率 Growth 指标,与长期借款率呈现的显著的负相关关系,当公司营业收入增长率较高,投资者对该公司比较看好,自然会将更多的资产投资于这家公司。

2.3.2 股票市场变量分析

对于股票市场指标,股票市值比率 (MCR) 与上市公司长期借款比率和短期借款比率均存在显著的负相关关系。从表中看到, MCR 每上升一个单位,会导致长期借款比率下降 0.118 个单位,导致短期借款比率下降 0.253 个单位。这符合我们的预期,当股票市场规模扩张,公司会倾向于选择通过发行股票来进行融资,相应的减少从存款类金融机构借款。股票市场的发展向投资者传达了一种利好的信号,投资者因此会更多的关注股票,把存在存款类金融机构的资金转向向股票市场投资。或者是当股票市场规模扩张,整个金融市场趋于利好,从股票市场融资规模和从存款类金融市场融资规模同时增加,但是相对来说,从股票市场融资规模扩张的更多,从而两个数值的比率值减小。另外,从另一方面来看,当股票市场不断发展,规模不断扩张,上市公司信息越来越透明,金融机构的监管成本就会降低,因此股票市场越愿意向上市公司融资。同理对于股票交易额比率 TVR,股票交易规模的扩张与长期借款比率存在显著的负相关关系,也就是说股票市场越活跃,上市公司越倾向于选择从股票市场融资而相应减少通过存款类金融机构融资。但是值得注意的是短期借款比率与其存在正的相关关系,这意味着当股票市场越活跃,上市公司的短期借款融资比率却增加。这可能基于宏观金融市场的规模效应。股票交易市场的活跃不仅意味着股票市场的发展趋好,也意味着整个金融机构市场的规模利好,因此上市公司会提高短期借款比率。相对于长期借款,短期借款借款成本更高,但是借款相对更加容易,因此当整个市场趋于利好发展,上市公司会提高短期借款也不足为奇。这个结论与 Doku 的分析一致,在加纳市场,同样股票市场指标与上市公司长期借款比率和短期借款比率存在负的相关关系。

2.3.3 存款类金融机构变量分析

而对于存款类金融机构指标 LOR,它与长期借款比率和短期借款比率均存在显著的负相

关关系。当存款类金融机构规模扩张,上市公司也会更倾向于选择通过股票市场融资。也就是说,存款类金融机构的扩张势必会带来贷款额的增加,但是存款类及金融机构的规模扩张可以带来整个金融市场的繁荣,从而带来股权融资规模的扩张,这种增加相比借款的扩张更大,所以呈现负相关关系。这也可以解释为金融市场的规模效应,当存款类金融机构规模扩张,作为金融市场的一部分,整个金融市场趋于利好,上市公司倾向于选择去股票市场融资。这也充分体现了我国上市公司存在明显的股权融资偏好。股权融资的低成本和软约束是上市公司股权融资偏好的经济动力。就目前中国上市企业融资的成本和费用而言,股票融资方式略高于借款融资,但是借款融资的付息“硬约束”和股票融资分红的“软约束”,使债权融资的实际成本大大高于股票融资。而长期以来股票发行的“卖方市场”使股票发行到目前为止还很少遇到发行失败的情况;通过存款类金融机构借款融资则由于 20 世纪 90 年代初以来诸多原因造成企业债券的信用等级水平大大降低,目前除了少数有国家担保或效益较好的大型国有企业外,一般企业很难成功地发行债券。这样导致相当部分上市公司的融资行为是由清偿债务或投资需求所驱动的低成本“圈钱”,以股权融资的“软约束”代替银行信贷的“软约束”。所以,在当前情况下,回避融资风险,避免损失是企业选择股权而放弃通过发行债券借款融资的重要动机。

2.3.4 其他分析

从另一个方面来说,从相关系数检验以及回归分析结果来看,我国股票市场和存款类金融机构市场存在明显的互补关系而不是替代关系。也就是说当股票市场规模扩张,会带动整个金融市场的发展,从而带动存款类金融机构的发展,两者的发展同时会促进企业债权融资和股权融资规模的扩张,而在相对大小上,从股票市值规模和存款类金融机构贷款规模的系数上来看,股权融资规模扩张的会相对来说大于债权融资。这个结论与 Doku 的结论也是相同的,对于加纳地区的金融市场,这两类金融机构是存在互补关系而不是替代关系。在金和莱文(1993)的文章中,他们也研究得到在金融体系不发达的国家,股票市场和一般具有不同的优势互补的作用,旨在发展股票市场的政策未必不利于银行的发展。

从以上分析我们看到,随着我国金融市场的多元化发展,对上市公司融资结构产生了明显的影响。我国上市公司更倾向于股权融资,而且对于股票市场和存款类金融机构市场,这两类金融机构对公司融资方式的选择存在明显的互补关系,随着近几年来股票市场的飞速发展,上市公司更多的选择通过发行股票融资,也促进了存款类金融机构的发展。下面我们利用公司层面的数据来分析企业的融资偏好。在金融市场对公司融资结构的影响的实证分析中我们发现企业存在明显的股权融资偏好,我们接下来通过对企业的融资结构进行数据统计来分析他们的融资偏好。

第 3 章 通过企业融资结构数据统计分析其融资偏好

在前一部分分析中我们通过回归分析证实了假设一是正确的,得出对我国制造业企业来说,金融市场发展虽然呈现多样化,但是公司在融资方式选择上,相比从存款类金融机构借款,还是更倾向于选择从股票市场融资。在这一部分,我们通过公司层面的数据统计分析看公司融资偏好,再一次证明公司股权融资偏好。

3.1 不同融资方式的特点

一般情况下不同的融资方式会产生不同的融资结构,优化的融资结构能够产生较好的融资效果最终促进企业发展,相反,不得当的融资途径和融资结构反而会对企业的成长不利。近年来我国资本市场快速发展,出现了股票、债券、短期融资券、融资租赁等融资方式,上市公司从促进企业更好更持续成长壮大的角度考虑进行融资。企业的融资方式分为内源融资和外源融资。

下表 3.1 描述了各种融资方式在融资期限、成本和风险上各自的特点。

表 3.1 不同融资方式及其特点

融资方式	资金来源	融资期限	融资成本	融资风险	
内源融资	企业内部积累	无限期	低	具抗风险性	内源融资的成本较低,是企业生存与发展不可或缺的重要组成部分。但随着生产规模的逐步加大,当内源融资无法满足企业生产经营需要时,外源融资则成为企业扩张的主要手段。企业通过竞争,以资本集中的方式扩大自身的资产规模,提高生产和竞争能力,提高资本的有机构成,借助银行等金融机构对社会闲置和低效资金进行充分利用,使得金融资本与产业资本有效地融合在一起,不断增大社会有效资本。随着资产规模的扩大,当企业的资本积累达到一定程度时,企业依靠自身的资金管理可以节约交易时,就会出现财务公司、内部银行等内部金融机构。也就是说,当企业形成集团化规模经营时,企业往往会从融资成本的比较中选择一种成本较低的内源融资方式。
存款类金融机构借贷	商业银行	较短	较低	较大	
股票融资	股票市场	无限期	高	较小	

效资本。随着资产规模的扩大,当企业的资本积累达到一定程度时,企业依靠自身的资金管理可以节约交易时,就会出现财务公司、内部银行等内部金融机构。也就是说,当企业形成集团化规模经营时,企业往往会从融资成本的比较中选择一种成本较低的内源融资方式。

企业融资是一个随着经济的发展是有内源融资到外源融资并实现最优组合的交替变换过程。内源融资是外源融资的基础和保证,外源融资的规模和风险是要以内源融资能力来衡量的。如果不顾内源融资的能力而盲目地进行外源融资,企业就会陷入“负债-经营-还债”的恶性循环之中,这样不但无益于提高资金利用效率,而且将使企业面临财务危机。因此,合理的企业融资结构必须要求在融资总额中内源融资与外源融资各占一定比重。

3.2 本文不同融资类型统计分析

我们本文所考察的也就是上文所说的外源融资,我们选取了最普遍的两种外源融资方式,即股权融资和债权融资。股权融资我们选取了实收资本和资本公积,债权融资我们选取了长期借款和短期借款。

表 3.2 融资类型统计结果

我们利用所得到的数据,将所有的观测值进行平均,得到股权融资和债权融资比例如上			表六所示,债权融资中,长期借款与短期借款占到了大约 17.39%,而实收资本和资本公积大约占到了 44.68%,这也从另一方面说明了我国上市公司存在明显的股权融资偏好。并且我国企业资产
融资形式	融资项目	融资比例 (* / 总资产)	
债权融资	长期借款	3.78%	主要是通过金融机构实现的,债权融资和股权融资比例之和达到了 62.07%,也就是说上市公司的资产有一半以上是通过金融机构融资,而大多数是依靠发行股票和通过存款类金融机构借款。
	短期借款	13.61%	
	实收资本	18.66%	
股权融资	资本公积	26.02%	

主要是通过金融机构实现的,债权融资和股权融资比例之和达到了 62.07%,也就是说上市公司的资产有一半以上是通过金融机构融资,而大多数是依靠发行股票和通过存款类金融机构借款。

大部分公司可以选择它所希望的任何资本结构。公司可以选择借款,用借款的方式提高债务融资比例,从而提高债务权益率或提高财务杠杆。同理,公司也可以发行股票,用发行股票筹集的资金去偿还债务,从而降低债务权益比或财务杠杆。在企业经营过程中,如何选择恰当的财务杠杆,有效地通过发售债券和股票以及其他金融工具取得资本,就成为公司经营的重要选择,这实质是公司的资本结构决策。在此,我们重点关注财务杠杆及其对公司价值的影响。

第四章 公司融资结构与公司利润

4.1 模型以及回归结果

前面部分通过对金融市场对公司资本结构进行回归分析以及公司财务数据分析,我们看到我国制造业企业存在明显的股权融资偏好,这一部分我们进一步分析公司不同的融资结构对公司利润的影响。在这里我们假设,不同的行业由于存在资本结构,市场发展等等各方面的差异,在最优融资方式的选择上应该是不一样的,也就是说不同行业的企业,有的行业通过股权融资可以增加利润,而有的公司通过长期借款可以增加利润,而有的行业通过短期借款可以增加利润。很多学者在做公司融资结构和公司利润分析时没有考虑到这一点。基于这个假设,不同行业的融资方式对企业利润的影响是不一样的,并不是所有行业的企业都是股权融资越多越好。在偏好股权融资的大环境下,这样的融资偏好对公司的利润是否是一定有利的,这一部分会给出答案。

这一部分的数据同上,我们在这一部分的分析中选取了不同的变量,我们主要研究公司利润,所以选择了利润指标 TP, 融资方式我们有长期借款指标 LD, 短期借款指标 SD, 股权总额指标 EC, 除此之外我们还控制了其他可能会影响公司利润的变量公司规模指标 Size。我们假设公司的融资方式与企业利润存在非线性的相关关系,公司在融资决策的选择上存在一个最优点,而不是单调线性相关,如果我们的设置的回归分析拟合优度比较高,则证明我们的假设准确。基于此,我们的模型设置如下所示:

$$TP = F(SD, LD, EC, SD, LD, EC, Size)$$

其中, TP=利润总额, 衡量企业的盈利能力;

SD=短期借款;

LD=长期借款;

EC=股权总额;

SD=短期借款*短期借款;

LD=长期借款*长期借款

EC=股权总额*股权总额;

Size=总资产, 衡量公司规模。

在之前的研究中,他们通常是将不同行业的企业一起分析,但是根据一些学者的研究发现,不同行业之间存在不同的外部融资依赖度,也就是说,行业不同,金融发展对公司的利润影响程度也会不一样。李和辛(2009)在利用非上市企业数据研究金融发展与经济增长关系时控制了行业特征变量,发现对于不同行业,金融发展状况对公司成长的影响大小是不一样的,这给我们的研究提供了借鉴。所以在这里我们将所有制造业按照行业分别作分析。去掉回归结果不显著的以及观测值比较少的行业,我们一共涉及到 20 个行业,回归结果如下表 4.1, 所示:

表 4.1 回归分析结果

Ind	313	314	317	318	322
Variable	TP	TP	TP	TP	TP
LD	-0.319 (-1.19)	1.241* -2.06	0.460*** -3.89	-0.28 (-1.18)	0.0525 -0.81
SD	-0.656*** (-7.72)	-0.926*** (-8.16)	-0.337*** (-5.56)	-0.331* (-2.11)	-0.135*** (-4.38)
EC	0.261* -2.39	-0.426*** (-5.95)	-0.00516 (-0.07)	0.0658 -0.48	0.103* -2.4
LD ²	-8.25e-11 (-0.43)	-3.59e-09** (-2.67)	-5.57e-10*** (-6.01)	6.03e-12 -0.03	-1.57e-11 (-1.16)
SD ²	3.40e-11** -2.92	8.79e-11*** -6.41	4.60e-11** -2.77	9.35e-11 -1.24	4.24e-12*** -4.27
EC ²	-4.81e-11** (-3.32)	1.90e-12 -0.26	-2.13e-12 (-0.14)	-1.97e-11 (-0.50)	-5.51e-12 (-1.03)
Size	0.204*** -17.14	0.301*** -12.89	0.102*** -8.02	0.0682*** -4.49	0.0086 -0.66
_cons	-245057268.6** (-2.63)	56332721.3 -0.86	-12100806.9 (-0.31)	85457356.4* -2.12	67106429.4 -1.64
R ²	0.8002	0.8672	0.3003	0.2826	0.1066
N	239	151	320	127	257

Ind	323	326	327	328	329
Variable	TP	TP	TP	TP	TP
LD	-0.571 (-1.74)	-0.104*** (-4.79)	-0.251*** (-4.25)	0.671** -2.84	-0.0577 (-0.51)
SD	-0.172 (-1.07)	-0.321*** (-12.67)	-0.219*** (-6.15)	-0.103 (-1.49)	-0.132** (-2.68)
EC	-0.318* (-2.39)	-0.0563 (-1.77)	-0.0371 (-1.50)	-0.0865 (-1.01)	-0.300*** (-6.07)
LD ²	1.18e-09 -1.21	-5.86e-12*** (-6.84)	-1.70e-11 (-0.69)	-7.64e-10*** (-3.68)	-2.28e-10* (-2.25)
SD ²	1.10e-10 -0.58	-1.42e-12 (-1.57)	9.57e-12 -0.99	-2.39e-11*** (-3.76)	-1.39e-11 (-1.09)
EC ²	3.04e-10*** -3.76	-1.37e-11*** (-3.79)	-4.87e-12 (-1.73)	6.03e-11*** -4.19	2.74e-11*** -4.06
Size	0.0508** -3.18	0.132*** -16.91	0.127*** -27.58	-0.0152 (-0.51)	0.127*** -9.17
_cons	169728180*** -3.65	3526305.4 -0.15	9384983.5 -0.51	216877865.7** -2.85	115627242*** -3.57
R ²	0.6398	0.2905	0.6090	0.4549	0.3430
N	59	1329	1227	181	299

Ind	330	331	332	333	334
Variable	TP	TP	TP	TP	TP
LD	-0.202** (-3.25)	0.381** -3.05	0.0513 -0.5	-0.293*** (-3.93)	0.107 -1.79
SD	-0.363*** (-6.09)	-0.156** (-2.85)	-0.138* (-2.22)	-0.114* (-2.20)	-0.145*** (-4.62)
EC	-0.0741 (-1.76)	-0.104 (-1.45)	-0.156 (-1.92)	0.217*** -4.39	0.0830*** -3.83
LD ²	1.86e-11** -2.79	-1.08e-11 (-1.59)	-1.49e-11** (-2.66)	6.29e-12* -2.17	-8.28e-11*** (-4.66)
SD ²	-1.63e-11*** (-3.83)	2.93e-12* -2.47	-3.71e-12 (-1.85)	-1.04e-12 (-0.25)	1.03e-11** -3.18
EC ²	4.08e-12 -1.16	2.62e-12* -2.01	1.41e-11** -3.31	-2.46e-11*** (-5.21)	-1.47e-11 (-1.81)
Size	0.0990*** -10.85	-0.0263 (-1.80)	0.0358* -1.98	0.0698*** -6.98	0.0204** -2.78
_cons	226917485.2*** -5.4	1.67221e+09*** -5.96	443682752.2*** -4.15	-101741882.6* (-2.44)	75640381.4*** -4.96
R ²	0.711	0.2654	0.3556	0.51	0.1716
N	577	288	442	254	544

Ind	336	337	338	339	340
Variable	TP	TP	TP	TP	TP
LD	-0.16 (-1.08)	-0.243 (-1.88)	-0.121 (-1.84)	0.0201 -0.57	-0.335*** (-4.59)
SD	-0.310*** (-4.54)	-0.105 (-1.45)	-0.190*** (-4.08)	-0.00545 (-0.19)	-0.317** (-3.09)
EC	-0.444*** (-12.44)	-0.123*** (-3.72)	-0.260*** (-8.39)	0.0187 -1.12	-0.153*** (-4.12)
LD ²	-3.97e-11* (-2.27)	-4.37e-12 (-0.23)	-2.37e-11* (-2.34)	3.68e-12 -1.83	4.04e-10*** -5.16
SD ²	1.92e-11*** -4.93	1.01e-11 -1.3	-3.41e-11*** (-3.31)	-1.17e-11*** (-5.96)	6.33e-10*** -3.64
EC ²	1.24e-11*** -20.78	1.32e-12* -2.53	9.84e-12*** -3.57	-1.62e-12*** (-4.39)	1.40e-11 -1.73
Size	0.0718*** -24.55	0.0670*** -6.42	0.122*** -65.55	0.0485*** -11.15	0.101*** -8.13
_cons	789301217.8*** -11.2	74107883.5 -1.61	122620683.9*** -4.2	-54857484** (-2.68)	74056626*** -4.71
R ²	0.9523	0.7701	0.8927	0.3224	0.3782
N	524	264	908	1437	110

注：系数下面的值代表 T 统计量

4.2 股权变量分析

我们首先看股权融资 EC 和 ECsquare, 在所研究的 20 个行业中, 我们只研究这两个变量相关系数均显著的行业。

其中行业 313 农副产品加工业和 333 金属制品业, EC 的符号是正, ECsquare 的符号是负, 说明股权融资存在一个最优点, 尤其对 313 来说, 拟合优度超过了 0.8, 我们近似把这个回归结果看作二次方程, 那么会存在一个最优点 EC 使公司利润达到最大化, 在这个最优点之前, 公司融资越多越好, 而股权融资超过了这个最优点反而对公司利润不利。公司在融资决策上应该找到一个使公司利润最大化的最优股权融资值, 而不是盲目的进入证券市场大量“圈钱”。

而行业 323, 329, 336, 337, 338, 这五个行业(分别是印刷和记录媒介复制业、橡胶和塑料制品业、汽车制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、电气机械和器材制造业)的 EC 符号是负数, 平方项是正数, 说明存在一个最低点, 当公司融资超过这个最低点时, 公司股权融资越多越好。所以对这些行业来说, 公司在融资方式选择上应该尽可能的选择股权融资。

通过对股权融资的研究发现, 对于我们所研究的这些行业当中, 并不是所有的企业股权融资越多越好, 反而对农副产品制造业和金属制品业来说, 过多的股权融资对公司利润是不利的, 所以应当相应的调整融资结构, 减少股权融资。事实上, 中国的金融市场效率不高、透明度不高、金融工具匮乏、市场的人为因素太多, 有来自于政府的干涉, 也有来自民间的过分的投机行为。从融资者的角度讲, 通过发行股票、配股等手段圈钱, 圈到钱后大搞内部人控制, 裁害外部股东, 而不将融资真正用于企业的技术创新和资本积累, 这种现象屡见不鲜。这些都是造成股权融资无法真正推动企业进步的原因。从企业外部通过股权融资所得资金到底用在那里? 这值得深入研究。

4.3 长期借款和短期借款变量分析

对于长期借款, 我们看到, 行业 314, 317, 328(分别是食品制造业, 纺织业和化学纤维制造业)都是 LD 变量是正相关, 而 LDsquare 是负相关, 同理这三个行业存在一个长期借款的最优点。当公司长期借款超过了这个最优点反而对公司利润不利。而行业 330 非金属矿物制品业和行业 333 金属制品业这两个行业的符号与上面三个行业符号均相反, 这两个行业存在一个最低点, 超过了最低点, 企业长期借款融资越多, 利润越高。而行业 326(化学原料和化学制品制造业)比较特殊, 两个变量的符号均是负的, 说明对这两个行业来说, 尽量避免使用长期借款对公司利润是有利的。

对于短期借款, 我们所研究的 20 个行业中, 有 9 个行业(313, 314, 317, 318, 322, 331, 334, 336, 340)是 SD 的系数是负的, SDsquare 的系数是正的。也就是说这 9 个行业存在一个短期借款的最低点, 超过了这个最低点, 短期借款越多越好。而值得注意的是行业 330 非金属矿物制品业和 338 电器机械和器材制造业, 这两个行业的两个短期借款指标与利润均存在显著的负相关关系, 所以这两个行业在融资方式上应避免选择短期借款。

而根据其他国家学者的研究结论, Booth et al. (2001)总结出公司的利润与公司债务水平和公司规模存在相反的关系。Graham (2000)得出结论盈利能力比较高的公司往往债务比例较低。Hadlock and James (2002)得出企业倾向于选择债务融资, 因为高债务融资比例预示着高的回报率。所以对不同国家, 不同行业来说, 债务融资比例对公司利润的影响是不一样的。

根据回归结果, 我们看到对于不同的行业, 变量的相关系数符号是不一样的, 而且存在很大差异。说明不同行业的融资结构对企业利润的影响是不一样的。对于有的行业, 股权融资越多越好, 而有的行业不适合股权融资。而对于长期借款和短期借款, 在之前第七部分分析企业融资结构时我们发现, 企业在融资方式的选择上, 长期借款和短期借款所占比例很小。这为不同行业融资方式的选择提供了借鉴意义。

第五章 结论

本文通过对金融市场对我国上市制造业企业进行分析,得出一些主要的结论,我国上市公司存在明显的股权融资偏好。通过对我国金融市场的证券市场和存款类金融机构市场的发展来看企业融资结构,我们看到无论是证券市场发展还是存款类金融机构发展,均会使投资者倾向于选择股权融资而相对忽视债权融资。而且我们证券市场和存款类金融机构在对公司融资的支持上起到了相互补充的作用而不是替代作用。

我们紧接着对公司融资结构进行了分析,通过对我们所得到的数据进行统计发现,企业更多的偏向于股权融资,在外源融资中占到了很大的比例,有超过六成的企业更多的倾向于选择股权进行融资。

接下来我们分析了公司的不同的融资结构对不同行业企业利润的影响,得出对不同的行业来说,不同的融资方式对企业利润的影响是不一样的。虽然企业在融资方式上倾向于选择股权融资,但是并不是对所有的行业来说,股权融资越多越好,有很多行业不适合股权融资。从分析结果来看,股权融资并不是越多越好,长期借款也并不是越少越好,在分析融资结构对公司利润的影响时,应该考虑不同行业本身的特点。通过上述对企业融资方式的分析,可以看出中国上市公司的资本结构的配置不佳,资本结构的效应较差,还没有发挥其应有的作用。以下就如何完善中国上市企业的资本结构及进一步发挥其效应给出笔者的一些建议。

通过上述对企业融资方式的分析,可以看出中国上市公司的资本结构的配置不佳,资本结构的效应较差,还没有发挥其应有的作用。以下就如何完善中国上市企业的资本结构及进一步发挥其效应给出笔者的一些建议。

1. 扩大债务融资比重,优化资本结构。已有的实证研究表明,尽管目前中国资本市场的权益融资成本远低于债务融资成本,债务融资依然能降低企业的融资成本,提高企业的市场价值,而且债务融资还可以在缓解股东与代理人冲突、减少代理成本等诸多方面起着积极的作用。因此有盈利能力的上市企业应该注意提高长期财务杠杆的比例,增加长期债务融资,而不应仅仅将目光盯在配股上,亦即要综合使用权益融资和债务融资手段;政府和商业银行应该改革对上市企业的长期贷款机制,改变银行贷款的“软约束”现状;证券监督管理部门应考虑适当降低新股上市或配股对负债比率的要求;对投资中介机构而言,在上市和配股过程中,应该改变过度剥离企业负债的做法。这样可以使企业寻求一个较佳资本结构。

2. 规范和发展债券市场,增加企业的债券融资量。可以这样说,中国企业债券市场的萎缩是上市企业偏好股权融资,债务融资不足,且债务融资中又以银行借款比重为大的一个重要原因。因此,在中国目前的体制背景下,发展一个市场化程度较高的企业债券市场成为当务之急。目前,应该从这几个方面入手建设企业债券市场:(1)逐步放发行利率限制,使企业债券利率能充分反映对应企业的风险水平,投资者能在投资不同企业债券时获得相应的风险溢价。(2)加强信息披露制度和监督体系的建设,尤其是要加强对企业财务状况的监督,增强企业经营、运作和证券交易的透明度和公正性,为投资者营造一个公开的投资环境。(3)加强市场投资者结构建设,主要是大力发展机构投资者,逐步放宽对社保基金、保险公司、银行以及其他机构进入企业债券市场的限制。(4)在一级市场将企业债券的发行由审批制变为核准制,加大企业发行债券的自主性。在二级市场上,大力发展企业债券的场外交易市场,增强债券的流动性。

3. 完善上市公司的财务治理机制。财务治理是公司治理的核心。财务治理是指通过财权在公司内部的合理配置,从而确保财务目标的实现,并提高公司治理效率的财务制衡制度安排。随着中国股市股权社会化越来越高,除了完善公司治理结构及其外部市场环境外,公司内部财权的合理安排是个重大问题。有效的公司财务治理是降低代理成本、解决信息的不对称、提高公司绩效、保护投资者利益的重要保证。财务治理的主要问题是解决信息不对称,财务治理就是要在公司内部引入市场机制,保证公司各项财权的有效配置,做到公正、公平、有效。其手段包括对财务信息的生成程序、生成质量以及呈报机制进行规范、公司财权的合

理配置及其各项财权间相互制衡机制的设立等。财务治理还包括借助公司外部的市场力量,对公司内部各财权持有人的工作态度和工作的质量进行有效的市场制约,用法律和高的违规成本来迫使管理者执行制度,报告真实的财务信息。

4. 调整上市企业的股权结构,实现最大化的企业价值。股权结构从根本上决定着上市公司资本结构的形成,资本结构又决定着公司财务杠杆的发挥程度和上市公司的治理效率。目前,由于中国上市企业股权结构中,存在着国有股权不能流动而形成的国有股权的“所有者缺位”现象,进而是国有股所有者的虚无飘渺和“非人格化”问题,而解决国有股权人格化管理的关键是设立一个完善的制度来体现这个所有权,并实现国有股权在资本市场上的自由流动。通过这种股权结构的调整来约束代理人的行为,减少代理成本,进而构建上市企业合理的资本结构,提高上市公司的治理效率,实现股东财富和企业价值最大化。

5. 最后最重要的是对我国金融市场尤其是证券市场的管理应该进一步加强。如何让金融市场的发展支持企业发展,这是一个学者一直以来研究的重要课题。证券市场是不是可以考虑对不同行业的企业给予不同的制度政策,来引导某个行业的发展,或者限制某个行业的股权融资,针对不同行业企业的异质性来调整相应的政策,对企业的发展是有利的。

参考文献

- [1]Dzung Nguyen, Ivan Diaz-Rainey, Andros Gregoriou. Financial Development and the Determinants of Capital Structure in Vietnam. [J].Serbian Journal of Management.6 (2) (2010) 25 - 46.
- [2]Era Dabla-Norris, Erasmus Kersting, and Geneviève Verdier. Firm Productivity, Innovation and Financial Development[Z]. International monetary fund. 2010.
- [3]GERTLER,MARK AND ROSE, ANDREW. "Finance, Public Policy and Growth," in GERARD C. APRIO, JR., IZAK ATILJAS, AND JAMES A. HANSON. 1994, p p 13-45.
- [4]GIOVANNINI, LEBERTO AND DE MELO, MARTHA. "Government Revenue from Financial Repression," Amer. Econ. Rev., Sept. 1993, 83(4), pp.953-63.
- [5]GOLDSMITH, RAYMOND, W. Financial structure and development. New Haven, CT: Yale U. Press, 1969.
- [6]Mariarosaria Agostino, Maurizio La Rocca, Tiziana La Rocca, Francesco Trivieri. Local Financial Development and SMEs Capital Structure. [J]. 2009.
- [7]Myers, Majluf. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have. [J]. Journal of financial economics. 1984(13).
- [8]International Finance Corporation. Emerging markets data base. Washington, DC: Various years.
- [9]JACKLIN, CHARLES J. "Demand Deposits, Trading Restrictions, and Risk Sharing," in Contractual arrangements for intertemporal trade. Eds.: EDWARD D. PRESCOTT AND NEIL WALLACE. Minneapolis: U. of Minnesota Press, 1987, pp.26-47.
- [10]JAFEE, DWIGHT M. AND RUSSELL, THOMAS. "Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing." Quart J Econ., Nov 1976, 90(4), pp. 651-66.
- [11]JAMES, CHRISTOPHER. "Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans," J Finan. Econ., Dec. 1987, 19(2), pp. 217-36.
- [12]JAMES, CHRISTOPHER AND WIER, PEGGY. "Borrowing Relationships, Intermediation, and the Cost of Issuing Public Securities," J. Finan. Econ., Nov.-Dec. 1990, 28(1/2), pp. 149-71.
- [13]James N. Doku, Charles Komla Delali Adjasib, Emmanuel Sarpong-Kumankuma. Financial Market

Development and Capital Structure of Listed Firms-Empirical Evidence from Ghana.[J].Serbian Journal of Management.6 (2) (2011) 155 - 168.

[14]Joshua Abor.The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana.

[15]John R. Harris, Fabio Schiantarelli, Miranda G. Siregar. How Financial Liberalization in Indonesia Affected Firms' Capital Structure and Investment Decisions.[J].Financial Policy and Systems.1992.

[16]Oliver Levine, Missaka Warusawitharana. Finance and productivity growth: firm-level evidence[J]. Ssrn electronic journal, 2013.

[17]Robert G. King, Ross Levine. Finance and growth: schumpeter might be right[J]. Quarterly journal of economics, 1993.

[18]Ross Levine, Finance and growth:theory and evidence[J]. Department of Economics,2005.

[19]Rafiu Oyesola Salawu. The effect of Capital Structure on Profitability: an Empirical Analysis of Listed Firms in Nigeria.[J].The International Journal of Business and Finance Research.2009.

[20]Zhenhui Xu. Financial development, investment, and economic growth.[J] Economic Inquiry. 2000.

[21]常丽莉, 牛润盛.中国上市公司融资效率的实证分析[J].经济论坛.2009(5): 95 — 96.

[22]曹廷求, 刘呼声.大股东治理与公司治理效率.改革.2003.

[23]樊纲.金融发展与企业改革.经济科学出版社[J].2000.

[24]黄甜源.论多元化融资背景下的上市公司的融资约束[J]. 商业.2009(11): 20 — 21.

[25]黄少安.中国上市公司股权融资偏好分析.[J].经济研究.2001(11).

[26]胡道勇.我国上市公司股权融资偏好分析[J].上海金融, 2003(6): 34—36.

[27]刘萍, 黄利强.上市公司融资偏好实证研究 [J] . 中国管理信息化, 2009(22): 44 — 47.

[28]刘小军.我国上市公司资本结构特征及问题研究.西南民族学院.2002.

[29]李连发.资本充足率与最优货币政策.金融研究.[J].2007.

[30]李连发.上市公司多要素生产率实证分析.证券市场导报.[J].2006.

[31]李连发,辛晓岱.外部融资依赖、金融发展与经济增长.[J].金融研究.2009(2).

[32]李义超.我国上市公司融资结构实证分析.[J].数量经济技术经济研究,2003.

[33]李朝霞.影响中国上市公司融资结构的主要因素分析.数量经济技术经济研究.[J].2003(10).

[34]陆正飞,叶康涛.中国上市公司股权融资偏好分析, 经济研究[J], 2004(4): 50-58.

[35]裴平.中国上市公司股权融资研究.南京:南京大学出版社.2000.

[36]卿定文. 金融伦理及其运行机制初论 [J] . 伦理学研究, 2009(1): 56 — 60.

[37]单鑫.债务融资是否会增加上市企业的融资成本.经济研究[J]. 1999.

[38]沈坤荣,张成.中国企业的来源融资与企业成长-以上市公司为案例.[J].管理世界.2003(7).

[39]谈儒勇.外部融资与企业成长关系的实证研究.[J].证券市场导报.2001(2).

[40]谈儒勇.影响金融发展效应的行业特征.Journal of Guangdong University f finance.[J].2006(2).

[41]谈儒勇.外部融资依赖度与增长机会_金融发展效应行业差异探析.[J].2007(6).

Financing preference of listed firms and the effect of financing structure on firm's profit

Weiwei Zhao

(Hunan University, Changsha / Hunan, 410000)

Abstract: This paper tries to analyze the effect of financial market to the corporate financing structure using firms' financial statement indicators and macro level financial development indicators data set and get the firm's financing preference, and then further analyses the effect of different financing ways to the firm's profit in different industries and get that it is not the case that the more the firm get the equity financing, the more benefit they can get. Although firms are mostly inclined to equity financing, firms in some industries can get benefit from debt financing like long term debt or short term debt. This provides reference for firms' financing choice for different industries. No scholars have done this before as I know. But in the second part, we find that not all the firms in different industries can get benefits from the equity financing. So this paper provides reference for the firm's financing and for the country's policy implement.

Keywords: Financial market; Financing structure; Equity financing preference; Profit