我国中小企业海外上市的动因研究

兰春华(博士)

(广东省铁路建设投资集团 广州 510635)

【摘要】本文结合我国中小企业的实际情况及其面临的融资环境,以在海内外上市的中小企业为研究样本,对我国中小企业海外上市的动因进行实证研究。

【关键词】中小企业 海外上市 ROE

人们试图用各种理论来解释企业海外上市的动因,现已有大量研究成果,并形成一系列假说,主要包括市场分割假说、流动性假说、绑定假说、投资者认同假说、投资者保护假说、信号假说及获取资本假说等。早期的研究主要围绕市场分割假说展开理论和实证分析,国外学者主要从股票价格的市场反应、资本成本和市场流动性三个方面对该假说进行实证检验,实证检验的结果大部分支持市场分割假说。从20世纪90年代末开始,随着法学与金融学理论的兴起,学术界突破了传统的研究思路,从企业海外上市的法律约束机制、海外上市与全球性招股、海外上市与信息环境的变化以及海外上市的溢出效应等新的视角展开研究。

本文将结合我国中小企业的实际情况及其面临的融资环

境,以在香港创业板市场、新加坡创业板市场和美国纳斯达克市场三个海外市场及深圳中小企业板上市的中小企业为研究样本,采用Logistic回归分析方法对我国中小企业海外上市的动因进行实证研究。

一、研究假设及变量定义

1. 研究假设。

(1)中小企业规模达不到国内上市的要求,迫使其到海外上市。相对于我国企业的整体融资需求而言,我国股票市场容量较小。同时,我国股票市场的功能定位于为国有企业提供资金来源以及促进国有企业改革,其服务对象主要是国有大型企业。尽管2004年6月我国设立了中小企业板,降低了企业上市的门槛,但从我国主板市场可以看出,市场准人条件只是最

的认识)且"有力"(有充足的资金)的情况下,企业社会责任 才能得到有效履行。我国企业家对企业社会责任的认识较深, 但履行率较低。大多数企业经营者认为,导致我国企业社会责 任履行状况不佳的主要原因是企业资金短缺。因此,有必要建 立企业社会责任融资机制,促进企业社会责任与财务竞争力 的良性互动。

在当前情况下,我国政府和企业应该千方百计拓展融资 渠道,充分利用财政资金、信贷资金、社会资金、企业自有资金 和外资等,建立多元化的企业社会责任融资机制。

- 1. 政府应提供多种形式的经济补贴,加大对企业社会责任项目的扶持力度。企业履行社会责任在一定程度上减轻了财政负担,因此作为社会事务管理者的政府,理应从财政资金中拿出一部分来支持企业的社会责任项目。政府还可以减免税等方式支持企业的社会责任项目建设。
- 2. 政府应鼓励金融机构加大对企业社会责任项目的贷款力度。政策性银行可以低息贷款、无息贷款、延长信贷周期、优先贷款、贷款贴息等方式为企业进行社会责任投资提供信贷支持。国家应鼓励商业银行设立专门的节能贷款、减排贷款等社会责任贷款业务,支持企业的社会责任项目建设。
- 3. 设立社会责任投资基金。社会责任投资基金是指专门 投资于社会责任型企业的投资基金。美国社会责任投资基金

在专业资产投资中所占的比重已达13%,加拿大社会责任投资基金约有500亿美元,而我国直到2008年4月才发行了第一只社会责任投资基金——兴业社会责任投资基金。因此,我国有关部门应鼓励有关机构开展社会责任投资,发起成立更多的社会责任投资基金。

4. 按稅后利润的一定比例提取社会责任公积金。尽管目前我国企业已经按稅后利润的一定比例提取公益金,但按现行财务制度的规定,公益金仅能用于企业职工的集体福利设施的购买或建设,因此它不是一个广义的社会责任公积金。为保证企业的可持续发展,国家应该允许企业按税后利润的一定比例提取社会责任公积金,专门用于企业履行社会责任方面的支出。

主要参考文献

- 1. 中国企业家调查系统. 企业家看社会责任——2007中国企业家成长与发展报告.北京: 机械工业出版社, 2007
- 2. 李海嬰,翟运开,董芹芹.企业社会责任:层次模型与动因分析.当代经济管理,2006;6
- 3. 程燕.小议财务竞争力与企业竞争力的关系.中国管理信息化,2007:11
- 4. 单忠东.中国企业社会责任调查报告(2006).北京:经济科学出版社,2007

□・30・财会月刊(理论) 2008.11

低要求,实际上能够成功上市的大多数企业的各方面指标都远远超过了最低要求。由于我国股票市场容量小,而有融资需求的企业很多且资金需求量较大,因此其不可能满足所有企业的上市需求。从主板市场的情况看,我国的证券监管部门在核准企业上市时对规模大的企业有着明显的偏好。笔者认为中小企业在中小企业板上市的情况也是如此,规模较小的中小企业在国内上市的难度较大,从而只能到海外上市。为此,本文提出第一个研究假设:

 H_1 :中小企业的规模与其在海外上市的可能性呈负相关关系。

(2)成长性好的中小企业更倾向于到海外上市。海外证券市场尤其是创业板市场更看重企业的成长性,以机构投资者为主体的海外投资者具有较成熟的投资理念和较强的专业分析能力,他们更注重企业未来的发展潜力而不是企业原有的规模。因此,成长性好的企业更容易获得海外投资者的认同而成功上市,从而使我国具有较好成长性的中小企业更倾向于到海外上市。为此,本文提出第二个研究假设:

 H_2 :中小企业的成长性与其在海外上市的可能性呈正相关关系。

(3)我国中小企业板要求上市企业在上市前连续三年盈利,因而部分未能达到要求的中小企业转向海外上市。在《证券法》修改以前,我国对申请上市的企业提出了"上市前三年连续盈利"的要求,而在海外上市往往不要求企业提供上市前三年的财务报告,其他方面的要求也比我国的低,这可能使部分未能达到要求的中小企业转向海外上市。为此,本文提出第三个研究假设:

H₃:中小企业的盈利能力与其在海外上市的可能性呈负相关关系。

(4)为提高国际知名度,企业主动到海外上市。海外成熟的证券市场的所在地通常也是国际贸易中心。到海外上市能提高企业的国际知名度,使企业获得品牌效应,因此国际化程度越高、海外市场销售额越大的企业越希望通过海外上市提高其国际知名度,提高企业在海外市场的销售额。为此,本文提出第四个研究假设:

H₄:中小企业在海外市场的销售额与其在海外上市的可能性呈正相关关系。

(5)风险投资比例高的企业更倾向于到海外上市。我国的风险投资市场尚处于起步阶段,风险投资的退出机制尚不健全,而海外市场的风险投资的退出机制比较健全,企业上市成功后,风险投资很容易退出市场。因此,风险投资比例越高的企业,其越希望通过海外上市实现风险投资的退出。为此,本文提出第五个研究假设:

H₅:中小企业的风险投资比例与其在海外上市的可能性 呈正相关关系。

(6)高科技中小企业更倾向于到海外上市。高科技行业具有高风险、高收益的特点。身处科技发展水平较低的国家和地区的投资者对投资于高科技企业往往持有审慎的态度;而身处科技发展水平较高的国家和地区的投资者对前沿科技的认

识较深,会对高科技企业的产品具有较高的认同程度,从而更愿意投资于高科技企业以获得较大的投资回报。另外,企业到科技发展水平较高的国家或地区的证券市场上市,也有利于其通过技术交流和合作得到进步。因此,我国高科技中小企业倾向于到科技发展水平较高的国家或地区的证券市场上市。为此,本文提出第六个研究假设:

H₆: 高科技中小企业具有更大的海外上市的可能性。

2. 变量定义。

- (1)企业规模(SIZE)。本文选用企业上市前一年的年末资产总额来衡量企业规模。部分海外上市企业在其招股说明书中只提供以外币表示的财务数据,为了便于分析,应将其统一换算成以人民币表示,换算的汇率是企业上市前一年每个月月末的平均汇率。
- (2)企业成长性(GROWTH)。本文选用年均营业收入增长倍数来衡量企业成长性。本文选取企业上市前三年的平均营业收入增长倍数,若企业只有上市前两年的财务数据,则取上市前两年的平均营业收入增长倍数。
- (3)企业盈利能力(ROE)。由于深圳中小企业板对企业 上市前的净资产收益率有一定的要求,本文选用企业上市前 一年的净资产收益率来衡量企业的盈利能力。这里的净资产 收益率等于净利润除以年末股东权益。
- (4)企业在海外市场的销售额(EXPORT)。由于上市企业的规模不同,考虑到可比性,本文选用企业上市前一年海外市场销售额占全部销售额的比重来进行研究。同时为了便于研究,将其定义为产品出口比例。
- (5)风险投资比例(VC)。是指企业上市前一年的风险投资占公司股份的比例。
- (6)是否为高科技企业(HIGH)。本文将设计和生产软件产品、电子产品、通讯产品、集成电路的企业界定为高科技企业,其他的为非高科技企业。HIGH为虚拟变量,如果是高科技企业,将其定义为1,否则定义为0。

二、样本选取和数据来源

1. 样本选取。考虑到我国中小企业板设立以前,我国中小企业到海外上市可能仅仅是因为无法在国内主板市场上市融资,为了使分析更有说服力,应该研究我国中小企业板设立后,我国中小企业的海内外上市选择问题。为了保证样本企业之间的可比性,本文选取了在我国中小企业板设立以后,即2004年6月以后在深圳中小企业板、香港创业板、新加坡创业板和美国纳斯达克市场首次公开上市的我国中小企业作为样本。在香港创业板和新加坡创业板上市的我国中小企业是根据香港联合证券交易所网站(www.hkex.com.hk)和新加坡证券交易所网站(www.sgx.com)的分类统计确定的,在美国纳斯达克市场上市的我国中小企业是根据中国概念股社区网站(www.chinastocks.org.cn)和雅虎财经网站(www.finance.yahoo.com)的统计进行跟踪对比确定的。

根据上述标准,剔除资料不全的中钢天源、国人通讯、如家酒店和富基融通4家企业,共选取150家企业作为研究样本。其中,在海外上市的样本企业共49家,在深圳中小企业板上市

的样本企业共101家。在海外上市的样本企业中,在香港创业板上市的企业为21家,在新加坡创业板上市的企业为12家,在 美国纳斯达克市场上市的企业为16家。

2. 数据来源。海外上市企业的数据来自于各上市企业的 招股说明书和各年度财务报告。其中,香港创业板上市企业的 招股说明书及各年度财务报告从香港创业板网站(www.hkgem.com)获得,新加坡创业板上市企业的招股说明书及各年度财务报告从新加坡证券交易所网站(www.sgx.com)获得,美国纳斯达克市场上市企业的招股说明书及各年度财务报告从美国证券交易委员会网站(www.sec.gov)以及各企业网站获得。深圳中小企业板上市企业的数据来自Wind金融数据库,风险投资比例的部分数据来自中国风险投资网(www.cvc360.com),有关汇率的数据来自中国银行网站(www.bank-of-china.com)。

三、研究方法

为了检验上述研究假设,我们采用Logistic回归模型来分析我国中小企业选择海外上市的原因。如果企业在海外上市,赋值为1;如果在国内上市,赋值为0。模型表示如下:

$$\begin{split} &\ln \big[\,p_i/(\,1-p_i\,)\,\big] \!=\! \beta_0 \!+\! \beta_1 SIZE_i \!+\! \beta_2 GROWTH_i \!+\! \beta_3 ROE_i \!+\! \\ &\beta_4 EXPORT_i \!+\! \beta_5 VC_i \!+\! \beta_6 HIGH_i \end{split}$$

其中:p表示事件发生的概率;1-p表示事件不发生的概率;p/(1-p)为发生比,它是事件发生概率与不发生概率之比;ln[p/(1-p)]为对数发生比,它是事件发生概率与不发生概率之比的转化形式; β_0 是常数项; β_i (i=1,2,3,4,5,6)表示其对应的自变量变化一个单位时,发生比将是原来的e β_i 倍,或者说变动了 $100\%(e\beta_i-1)$ 。当回归系数为正时,事件发生的概率将增大(因为e β_i >1);当回归系数为负时,事件发生的概率将减小。

四、实证分析

- 1. 描述性统计分析。本文选用Eviews 5.0软件进行分析,表1列示了自变量的描述性统计分析结果。表1的上半部分列示了在深圳中小企业板上市的101个样本企业(Dep=0)、在海外上市的49个样本企业(Dep=1)和全部的150个样本企业(All)的每个自变量的均值(Mean),下半部分列示的是对应变量的标准差(Standard Deviation)。
- (1)在全部样本中,企业上市前一年的SIZE约为485.77; 深圳中小企业板上市企业的SIZE约为593.39,大大高于海外 上市企业的263.93,这与H₁一致,说明规模越小的企业越倾向 于到海外上市。
- (2)在全部样本中,企业的GROWTH约为1.93;海外上市企业的GROWTH约为3.17,高于深圳中小企业板上市企业的1.32,这与H2一致,表明到海外上市的企业有较好的成长性。
- (3)全部样本企业的ROE约为29.44%;深圳中小企业板上市企业的ROE约为23.16%,低于海外上市企业的42.38%,这与H3不一致。
- (4) 深圳中小企业板上市企业的EXPORT约为15.42%, 高于海外上市企业的5.69%,这与H₄不一致。
 - (5)深圳中小企业板上市企业的VC约为5.89%,低于海外

表 1 自变量的描述性统计分析结果

Mean					
Variable	Dep=0	Dep=1	All		
С	1.000 000 00	1.000 000 00	1.000 000 00		
SIZE	593.393 400 00	263.931 200 00	485.769 100 00		
GROWTH	1.322 794 00	3.170 408 00	1.926 348 00		
ROE	0.231 583 00	0.423 751 00	0.294 358 00		
EXPORT	0.154 232 70	0.056 927 76	0.122 446 40		
VC	0.058 864 36	0.077 087 76	0.064 817 33		
HIGH	0.158 416 00	0.428 571 00	0.246 667 00		

Standard Deviation

Variable	Dep=0	Dep=1	All
С	0.000 000 00	0.000 000 00	0.000 000 00
SIZE	687.731 200 00	338.525 400 00	615.130 700 00
GROWTH	0.195 813 00	6.336 217 00	3.703 390 00
ROE	0.092 552 00	0.841 614 00	0.492 044 00
EXPORT	0.276 797 30	0.133 613 70	0.243 451 00
VC	0.132 861 80	0.147 668 10	0.137 642 30
HIGH	0.366 952 00	0.500 000 00	0.432 515 00
Observations	101	49	150

上市企业的7.71%,这与 H_5 一致,表明风险投资比例高的企业 更愿意到海外上市。

- (6)深圳中小企业板上市企业的HIGH约为0.16,低于海外上市企业的0.43,这与H₆一致,表明高科技企业更倾向于到海外上市。
- 2. 回归分析结果。进行描述性统计分析只能得出自变量与因变量的一般关系,为了检验它们在统计上是否具有显著的相关关系,还需要进行回归分析。本文采用Logistic回归分析方法,回归分析结果见表2。

表2 回归分析结果

• •				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
С	-3.651 771***	1.100 535	-3.318 179	0.000 900
SIZE	-0.002 576**	0.001 039	-2.478 590	0.013 200
GROWTH	2.441 213***	0.689 125	3.542 480	0.000 400
ROE	0.946 825*	0.561 572	1.686 024	0.091 800
EXPORT	-0.020 779	0.014 214	-1.461 870	0.143 800
VC	-0.016 893	0.020 855	-0.810 032	0.417 900
HIGH	0.916 858*	0.499 698	1.834 824	0.066 500
Mean dependent var	0.326 667	S.D. dependent var		0.470 565
S.E. of regression	0.369 068	Akaike info criterion		0.959 548
Sum squared resid	19.478 150	Schwarz criterion		1.100 045
Log likelihood	-64.966 120	Hannan-Quinn criter		1.016 627
Restr. log likelihood	-94.768 930	Avg. log likelihood		-0.433 107
LR statistic (6 df)	59.605 620	McFadden R ²		0.314 479
Probability(LR stat)	5.41E-11			

注: *** 表示在 1%的水平上显著, **表示在 5%的水平上显著, *表示在 10%的水平上显著。

从回归分析结果可以看出,回归模型的LR Statistic为

59.605 62, 拒绝除常数项外所有系数都为零的假设; McFadden R²为0.314 479,说明模型的拟合效果很好。我们还可以从回归分析结果看出以下几点:

- (1)中小企业的规模与其在海外上市的可能性存在负相关关系,并在5%的水平上显著,这与H₁一致。规模越小的企业越倾向于到海外上市,这与我国中小企业的现状相符。在我国,中小企业融资存在着较大的困难,许多企业都希望通过股票市场筹集发展所需要的资金。由于股票市场容量有限,证券监管部门在核准企业上市时,会优先考虑在上市前已具有较大规模和较高市场地位的企业,而现实的情况也表明证券监管部门确实存在着这样的倾向。因此,尽管我国中小企业板的定位是专门为中小企业提供融资机会,但实际上能获得上市资格的仍然是一些规模较大的企业,许多规模较小的企业只能到海外上市。
- (2)中小企业的成长性与其在海外上市的可能性存在正相关关系,并在1%的水平上显著,这与H2一致。这说明具有较好成长性的中小企业会得到海外投资者的认可,从而成功在海外上市。我国中小企业板看重的是企业在上市前的规模,而海外市场更看重企业的成长性。
- (3)中小企业的盈利能力与其在海外上市的可能性呈正相关关系,并在10%的水平上显著,这与H₃不一致。这表明虽然海外市场不像深圳中小企业板市场对上市企业有连续三年盈利的要求,但海外市场的上市企业在上市前也同样表现出较强的盈利能力。我国中小企业选择海外上市并不是由于其在上市前的盈利能力较弱。
- (4)中小企业在海外市场的销售额与其在海外上市的可能性存在负相关关系,在统计上不显著,这与H₄不一致。国内上市企业比海外上市企业具有更高的产品出口比例,这表明我国大部分中小企业并不是为提高其国际知名度而选择到海外上市。
- (5)中小企业的风险投资比例与其在海外上市的可能性之间不具有显著关系,H₅不能被接受。实际上,通过上市企业的招股说明书可以了解到,在企业配售股票时,风险投资公司售出的股权只占其持股比例的很小一部分。同时,除通过上市的途径退出风险投资以外,风险投资公司还可以通过私下的股权转让实现风险投资的退出,因此实现风险投资退出不是我国中小企业选择到海外上市的原因。
- (6)是否为高科技中小企业与能否在海外上市呈正相关 关系,并且在10%的水平上显著,这与H₆一致,表明高科技中 小企业更容易到海外上市。

此外,为了评估模型的解释能力和预测能力,本文对样本数据做了拟合检验,结果如表3所示。

从表3可以看出,模型正确预测了101家国内上市企业中的96家企业的状况,正确率达到95.05%;同时正确预测了49家

海外上市企业中的27家企业的状况,正确率达到55.1%;加权平均正确率为82%。这说明模型具有较强的预测能力。

表 3	预	〔 测	结	果		
-	Estimated Equation		Const	ant Prob	ability	
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
$P(Dep=1) \leq C$	96	22	118	101	49	150
P(Dep=1)>C	5	27	32	0	0	0
Total	101	49	150	101	49	150
Correct	96	27	123	101	0	101
% Correct	95.05	55.1	82.00	100	0	67.33
% Incorrect	4.95	44.9	18.00	0	100	32.67
Total Gain*	-4.95	55.1	14.67			
Percent Gain **	NA	55.1	44.90			

表4列示了拟合优度检验的结果。这里H-L Statistic与 Andrews Statistic的相伴概率均大于0.1,所以不能拒绝原假设。模型的拟合优度较高。

表 4 拟合优度检验的输出结果

H-L Statistic	9.956 2	Prob. Chi-Sq(8)	0.268 1	
Andrews Statistic	14.171 6	Prob. Chi-Sq(10)	0.165 3	

五、结论

本文结合我国中小企业的特点及其所面临的融资环境, 选取了企业规模、企业成长性、企业盈利能力、企业在海外市 场的销售额、风险投资比例和是否为高科技企业这六个解释 变量,对这些变量与中小企业在海外上市的可能性之间的相 关关系进行了实证分析。

实证分析结果表明:我国中小企业选择到海外上市的主要原因是中小企业的规模达不到国内上市的要求;我国规模较小的中小企业在国内上市的困难较大,因此成长性较好的中小企业只能选择到更注重企业成长性的海外市场上市;国外较高的科技发展水平和投资者对高科技企业较高的认同程度使得我国高科技中小企业选择到海外上市;我国中小企业海外上市的动因并不是其上市前的盈利能力较弱,也不是为了提高其国际知名度和方便风险投资的退出。

主要参考文献

- 1. 成思危.2005中国风险投资年鉴.北京:民主与建设出版 社.2005
- 2. 崔远森. 中国企业境外上市动机及影响因素分析. 上海 金融, 2004;5
- 3. 胡国晖, 吴丛生.企业境外上市动机研究综述. 经济学动态, 2005;7
- 4. 中小企业上市资源调研小组. 科技型中小企业上市融资问题调研报告.证券市场导报,2005;8