分类号：F326.12 学校代号：10389

密 级： 学 号：2101014

福建农林大学博士学位论文

**福建茶叶企业融资顺序及影响因素研究**

——基于啄食顺序理论的检验

学 科 门 类 ： 管 理 学

一级学科名称 ： 农林经济管理二级学科名称 ： 农业经济管理研 究 方 向 ： 茶 叶 经 济 管 理研 究 生 ： 王 盛 彬

指 导 教 师 ： 杨 江 帆 教 授

完 成 时 间 ： 二 Ｏ 一 三 年 四 月

**Dissertation for Ph.D Degree in Fujian Agriculture and Forestry University**

**Study on the Financing Order and the Influencing Factors of Fujian Tea Enterprises**

**-- Based on** *Pecking Order Theory*

**Discipline Category: Management**

**Primary Discipline:** Economic Management **of**

**Agriculture and Forestry**

**Secondary Discipline:** Economic Management **of Agriculture Direction of Study:** **Economic Management of Tea Graduate Student:** Wang **Shengbin**

**Supervisor:** Prof. **Yang Jiangfan Submitted Date:** April**，2013**

**独创性声明**

本人声明，所呈交的学位（毕业）论文，是本人在指导教师的指导下独立完成的研究成果，并且是自己撰写的。尽我所知，除了文中作了标注和致谢中已作了答谢的地方外，论文中不包含其他人发表或撰写过的研究成果。与我一同对本研究做出贡献的同志，都在论文中作了明确的说明并表示了谢意，如被查有侵犯他人知识产权的行为，由本人承担应有的责任。

学位（毕业）论文作者亲笔签名： 日期：

**论文使用授权的说明**

本人完全了解福建农林大学有关保留、使用学位（毕业）论文的规定，即学校有权送交论文的复印件，允许论文被查阅和借阅; 学校可以公布论文的全部或部分内容，可以采用影印、缩印或其他复制手段保存论文。

保密，在 年后解密可适用本授权书。 □ 不保密，本论文属于不保密。 □

学位（毕业）论文作者亲笔签名： 日期：

指导教师亲笔签名： 日期：

目 录

[摘要](#_Toc686174259) 5

**[Abstract](#_Toc686174260)** 6

**[1](#_Toc686174261)** [导论](#_Toc686174261) 6

**[1.1](#_Toc686174262)** [选题背景与研究意义](#_Toc686174262) 6

**[1.1.1](#_Toc686174263)** [福建茶叶经济的重要地位](#_Toc686174263) 6

**[1.1.2](#_Toc686174264)** [福建茶叶经济发展的融资约束](#_Toc686174264) 6

**[1.1.3](#_Toc686174265)** [研究茶企融资顺序的重要意义](#_Toc686174265) 6

**[1.2](#_Toc686174266)** [概念界定](#_Toc686174266) 7

**[1.2.1](#_Toc686174267)** [中、小、微型茶叶企业界定](#_Toc686174267) 7

**[1.2.2](#_Toc686174268)** [成长型和成熟型茶叶企业](#_Toc686174268) 13

**[1.3](#_Toc686174269)** [数据来源、研究方法与技术线路](#_Toc686174269) 13

**[1.3.1](#_Toc686174270)** [数据来源](#_Toc686174270) 13

**[1.3.2](#_Toc686174271)** [研究方法](#_Toc686174271) 14

**[1.3.3](#_Toc686174272)** [技术路线](#_Toc686174272) 14

**[1.4](#_Toc686174273)** [本文的主要内容、特点与创新](#_Toc686174273) 14

**[1.4.1](#_Toc686174274)** [本文主要内容](#_Toc686174274) 14

**[1.4.2](#_Toc686174275)** [研究特点和主要观点](#_Toc686174275) 14

**[1.4.3](#_Toc686174276)** [主要创新与不足](#_Toc686174276) 15

**[2](#_Toc686174277)** [文献综述](#_Toc686174277) 15

**[2.1](#_Toc686174278)** [国外研究综述](#_Toc686174278) 15

**[2.1.1](#_Toc686174279)** [验证大公司或是上市公司的融资顺序](#_Toc686174279) 15

**[2.1.2](#_Toc686174280)** [验证小企业的融资顺序](#_Toc686174280) 15

**[2.1.3](#_Toc686174281)** [对啄食顺序融资理论和权衡理论的比较研究](#_Toc686174281) 16

**[2.2](#_Toc686174282)** [国内研究综述](#_Toc686174282) 16

**[2.2.1](#_Toc686174283)** [对我国上市公司的融资顺序影响因素的研究](#_Toc686174283) 16

**[2.2.2](#_Toc686174284)** [对中小企业融资顺序及影响因素的研究](#_Toc686174284) 16

**[2.2.3](#_Toc686174285)** [对啄食顺序融资理论和权衡理论的比较研究](#_Toc686174285) 17

**[2.2.4](#_Toc686174286)** [茶叶企业融资和茶叶生产的研究](#_Toc686174286) 17

**[2.3](#_Toc686174287)** [小 结](#_Toc686174287) 17

**[3](#_Toc686174288)** [理论发展及评述](#_Toc686174288) 17

**[3.1](#_Toc686174289)****[MM](#_Toc686174289)**[理论](#_Toc686174289) 18

**[3.2](#_Toc686174290)** [权衡理论](#_Toc686174290) 18

**[3.2.1](#_Toc686174291)** [静态权衡理论](#_Toc686174291) 18

**[3.2.2](#_Toc686174292)** [动态权衡理论](#_Toc686174292) 20

**[3.3](#_Toc686174293)** [啄食顺序理论](#_Toc686174293) 21

**[3.3.1](#_Toc686174294)** [逆向选择](#_Toc686174294) 22

**[3.3.2](#_Toc686174295)** [代理理论](#_Toc686174295) 23

**[3.4](#_Toc686174296)** [小 结](#_Toc686174296) 23

**[4](#_Toc686174297)** [中小企业融资结构、融资方式与融资顺序的国际比较](#_Toc686174297) 23

**[4.1](#_Toc686174298)** [各国中小企业融资结构的比较研究与融资方式的选择](#_Toc686174298) 23

**[4.1.1](#_Toc686174299)** [各国中小企业融资结构的比较](#_Toc686174299) 23

**[4.1.2](#_Toc686174300)** [各国中小企业融资方式的选择](#_Toc686174300) 24

**[4.2](#_Toc686174301)** [发达国家中小企业融资的基本特征](#_Toc686174301) 25

**[4.3](#_Toc686174302)** [发展中国家中小企业融资的基本特征](#_Toc686174302) 25

**[4.4](#_Toc686174303)** [各国对中小企业融资的扶持政策](#_Toc686174303) 26

**[4.5](#_Toc686174304)** [小 结](#_Toc686174304) 26

**[5](#_Toc686174305)** [福建茶叶企业的融资现状分析](#_Toc686174305) 26

**[5.1](#_Toc686174306)** [福建茶叶企业现状分析](#_Toc686174306) 26

**[5.1.1](#_Toc686174307)** [福建龙头茶叶企业](#_Toc686174307) 29

**[5.1.2](#_Toc686174308)** [福建茶叶企业经营状况分析](#_Toc686174308) 31

**[5.1.3](#_Toc686174309)** [福建茶叶企业控制人资产构成](#_Toc686174309) 32

**[5.2](#_Toc686174310)** [福建茶叶企业融资的总体状况分析](#_Toc686174310) 35

**[5.2.1](#_Toc686174311)** [融资渠道和融资用途](#_Toc686174311) 35

**[5.2.2](#_Toc686174312)** [贷款额度和贷款方式](#_Toc686174312) 36

**[5.3](#_Toc686174313)** [中、小、微型茶叶企业的差异化融资分析](#_Toc686174313) 37

**[5.3.1](#_Toc686174314)** [微型茶叶企业融资分析](#_Toc686174314) 37

**[5.3.2](#_Toc686174315)** [小型茶叶企业融资分析](#_Toc686174315) 37

**[5.3.3](#_Toc686174316)** [中型茶叶企业融资分析](#_Toc686174316) 39

[5.4 小结](#_Toc686174317) 41

**[6](#_Toc686174318)** [福建茶叶企业融资顺序的经验分析](#_Toc686174318) 41

**[6.1](#_Toc686174319)** [变量选择](#_Toc686174319) 41

**[6.1.1](#_Toc686174320)** [替代变量选择依据](#_Toc686174320) 41

**[6.1.2](#_Toc686174321)** [替代变量选择说明](#_Toc686174321) 44

**[6.1.3](#_Toc686174322)** [变量设置](#_Toc686174322) 44

**[6.2](#_Toc686174323)** [模型选择](#_Toc686174323) 46

**[6.2.1](#_Toc686174324)** [模型选择依据](#_Toc686174324) 46

**[6.2.2](#_Toc686174325)** [模型选择说明](#_Toc686174325) 48

**[6.3](#_Toc686174326)** [数据来源与研究假设](#_Toc686174326) 48

**[6.3.1](#_Toc686174327)** [数据来源](#_Toc686174327) 48

**[6.3.2](#_Toc686174328)** [研究假设](#_Toc686174328) 49

**[6.4](#_Toc686174329)** [多元线性回归模型的融资顺序检验](#_Toc686174329) 49

**[6.4.1](#_Toc686174330)** [构建多元线性回归模型](#_Toc686174330) 49

**[6.4.2](#_Toc686174331)** [成长型茶企回归结果](#_Toc686174331) 50

**[7.4.1](#_Toc686174332)** [成熟型茶企回归结果](#_Toc686174332) 55

**[6.5](#_Toc686174333)****[Lemmon](#_Toc686174333)**[和](#_Toc686174333)**[Zender](#_Toc686174333)**[增强型模型检验](#_Toc686174333) 58

**[6.5.1](#_Toc686174334)** [构建](#_Toc686174334)**[Lemmon](#_Toc686174334)**[和](#_Toc686174334)**[Zender](#_Toc686174334)**[增强型检验模型](#_Toc686174334) 58

**[6.5.2](#_Toc686174335)** [成长型与成熟型茶企](#_Toc686174335)**[Lemmon](#_Toc686174335)**[和](#_Toc686174335)**[Zender](#_Toc686174335)**[增强型检验结果](#_Toc686174335) 59

**[6.6](#_Toc686174336)** [茶叶企业融资意愿啄食顺序检验](#_Toc686174336) 59

**[6.6.1](#_Toc686174337)** [构建茶企](#_Toc686174337)**[Ordered-logistic](#_Toc686174337)**[回归模型](#_Toc686174337) 59

**[6.6.2](#_Toc686174338)** [成长型茶企的回归结果](#_Toc686174338) 60

**[6.6.3](#_Toc686174339)** [成熟型茶企的回归结果](#_Toc686174339) 63

[6.7 小 结](#_Toc686174340) 64

**[7](#_Toc686174341)** [缓解茶叶企业融资困难的新思路](#_Toc686174341) 64

**[7.1](#_Toc686174342)** [完善政府的服务支持体系](#_Toc686174342) 64

**[7.2](#_Toc686174343)** [拓宽茶叶企业的融资渠道](#_Toc686174343) 66

**[7.3](#_Toc686174344)** [提高中介组织的服务功能](#_Toc686174344) 66

**[7.4](#_Toc686174345)** [创新茶叶企业的融资机制](#_Toc686174345) 68

**[7.5](#_Toc686174346)** [强化金融机构的金融服务](#_Toc686174346) 68

**[7.6](#_Toc686174347)** [提高茶企融资的获得能力](#_Toc686174347) 69

**[8](#_Toc686174348)** [结论与展望](#_Toc686174348) 69

**[8.1](#_Toc686174349)** [结论](#_Toc686174349) 69

**[8.1.1](#_Toc686174350)** [茶叶企业融资现状描述性结论](#_Toc686174350) 69

**[8.1.2](#_Toc686174351)** [茶叶企业杠杆率影响因素结论](#_Toc686174351) 69

**[8.1.3](#_Toc686174352)** [茶叶企业啄食顺序理论检验结论](#_Toc686174352) 69

**[8.2](#_Toc686174353)** [展 望](#_Toc686174353) 69

[参考文献](#_Toc686174354) 69

[附录一](#_Toc686174355) 73

**图表目录**

表 1-1 我国统计上大中小微型企业划型标准 4

图 1-1 论文研究的技术路线图 8

表 3-1 公司不同收入水平下的股权人和债权人的回报 36

图 5-1 全国茶叶产量和福建茶叶产量比重变动 1998-2011 65

图 5-2 福建茶叶结构比重变动 1992-2010 66

图 5-3 福建省精制茶加工类企业分布图 66

表 5-1 福建茶叶产量和种植面积情况（2001-2011） 67

表 5-2 2010年度中国茶叶行业百强企业福建省企业入围名单68

表 5-3 福建部分连锁店数量逾百家茶企业名录（截止 2011 年初，单位：家） 69

表 5-4 不同规模茶叶企业控制人平均资产构成情况 70

表 5-5 不同类型茶叶企业控制人平均资产构成情况 71

图 5-4 受调查茶叶企业金融机构使用情况 72

图 5-5 受调查茶企最终获得贷款比例 73

图 5-6 受调查茶企没有获得或者仅部分获得贷款原因 74

图 5-7 小型茶企平均每次贷款金额情况 76

图 5-9 小型茶企获得贷款比例 77

图 5-10 小型茶企对现行利率看法 77

图 5-11 中、小、微型茶企资金困难解决方法比较 78

图 5-12 中、小型茶企的金融机构联系频繁程度比较 79

图 5-13 中型茶企平均每次贷款金额情况 80

表 6-1 替代变量一览表 82

表 6-2 变量符号及其含义、数据来源、预期符号一览表 86

表 6-3 成长型茶企变量的描述性统计表 单位：万元 97

表 6-4 回归结果 97

表 6-5 成熟型茶企变量的描述性统计 单位：万元 98

表 6-6 回归结果 99

表 6-7 回归结果 101

表 6-8 成长型茶企回归结果 103

表 6-9 Ordered-logistic回归的次序融资结果104

表 6-10 Ordered-logistic回归的次序融资结果104

表 7-1 茶叶企业融资获得政府支持项目情况汇总表 107

表 7-2 受调查茶企获中介组织支持的情况 112

图 7-1 茶企获中介组织提供的支持形式情况 113

图 7-2 中国小额贷款公司数量历年统计数据（单位：家） 118

摘要

中国是世界茶文化的发祥地，世界茶叶的原产地，具有悠久的历史。改革开放以来，中国茶业飞速发展，对于实现农村经济效益、社会效益、生态效益“三效合一”的发展具有重要的意义。福建作为中国第一产茶大省，茶业是其农业发展中最具有特色和优势的产业，茶叶企业的发展直接关系着全省农业的发展、农民的增收和农村经济的稳定。

迈入21世纪，福建茶业面临着国内国际市场的激烈竞争，如何有效提高福建茶业的综合竞争力成为了建设茶业强省的核心任务。当前，缺乏发展资金是制约福建茶叶企业综合竞争力提高的主要矛盾之一，而茶叶企业內源融资不足，外源融资不易已成为制约茶叶企业发展的“瓶颈”，如何更好地提高茶叶企业从不同融资渠道获取资金的能力，迫切需要研究解决。运用当前能够较好地解释企业融资难问题的啄食顺序理论，通过挖掘茶叶企业融资困难的原因，掌握茶叶企业融资特点，有针对性地提出缓解茶叶企业融资约束的政策建议具有重要意义。

首先，本研究在梳理国内外文献以及企业融资相关理论的基础上，通过比较融资结构、融资方式与融资顺序，发现由于各国中小企业所处的市场环境不同、企业成长阶段不同，其在融资结构、融资方式、融资顺序上也表现出不同的特征。发达国家的市场经济较为完善，他们的中小企业可以较少地受到外部环境的制约，能够根据自身的意愿从不同的融资渠道获取资金，而发展中国家的市场经济较为不发达，他们的中小企业受到较多的外部环境制约，在外源融资过程中难以完全根据自身意愿选择融资方式。从各国的经验来看，不同成长阶段的企业具有不同的融资特点，成熟型企业比成长型企业更易于从外部渠道融资。从融资顺序上看，发达国家和发展中国家的中小企业均优先采用自有资金作为企业发展主要资金来源，其次才采用外源融资，然而发展中国家企业自有资金在融资中的重要性弱于发达国家，并且发展中国家对外源资金的依赖程度更大，但其获取外部资金并不容易。

其次，本研究通过对福建全省范围的实地调查，深入分析茶叶企业的现实融资情况，发现福建茶叶企业在融资过程中，大多数首先考虑的是将自有资金作为主要融资渠道，在进行采购原材料、购买土地建厂房、购买设备和增加销售门店等扩大再生产的活动中，遇到资金困难时，茶叶企业会考虑向金融机构贷款、民间借贷等外源融资渠道。但从茶叶企业的外源融资来看，融资渠道较为单一，银

行贷款是其获得外部资金的最主要渠道，且主要集中在大型国有银行和农村合作金融机构，从中小金融机构获得贷款的比例相对较少。在贷款额度上，茶企的总体贷款额度不大，主要集中在500万元以内，其中以50万元以下贷款居多。在获得贷款的方式上，福建茶叶企业主要以抵押、信用、担保的方式获得贷款。而缺乏抵押物、企业规模小、竞争力弱、企业信用等级低、没有熟人、缺乏担保等是茶企获得金融机构贷款的主要障碍。

第三，本研究通过分析实地调研数据，发现中、小、微企业在融资结构与融资渠道选择上存在差异性，于是研究将其分为成长型与成熟型茶叶企业进行进一步研究。采用多元线性回归模型分别对成长型与成熟型茶叶企业进行融资顺序检验，发现成长型茶企和成熟型茶企均符合啄食顺序理论；进一步采用Lemmon 和

Zender增强型模型检验发现成熟型企业比成长型企业更符合啄食顺序理论；再进一步在茶叶企业融债、融股都许可的假设下，采用Ordered-Logistic模型对其融资意愿顺序进行检验，发现也与啄食顺序理论相一致。研究还发现，无论是对成长型茶企还是成熟型茶企，有形资产率和企业规模两变量均对杠杆率（用债务率表示）有显著影响作用：资产有形率和企业规模对长期债务率有显著正向影响，资产有形率和企业规模对短期杠杆率有显著负向影响，而利润率、成长性和企业年限3个因素均无显著影响。

第四，本研究紧密地结合茶叶产业、茶叶企业的特点以及成熟型和成长型茶叶企业的差异性，从政府、中介组织、金融机构、茶叶企业自身等4个层面提出完善政府的服务支持体系、拓宽茶叶企业的融资渠道、提高中介组织的服务功能、创新茶叶企业的融资机制、强化金融机构的金融服务、提高茶叶企业融资的获得能力等6个方面的政策建议。

本研究存在3个方面的主要创新点：一是在啄食顺序理论指导下，通过对茶

叶企业实体进行走访和问卷调查，在221份有效问卷的基础上，检验茶企融资顺序是否与啄序理论相一致，这在行为金融学角度研究较鲜见；二是将成熟型茶企和成长型茶企分开来进行融资顺序的检验，这是一个新的和令人感兴趣的一次尝试；三是运用了多种模型对茶企融资顺序进行检验，并且内容上有逻辑递进关系。

**关键词：**融资；啄食顺序；成长型茶企；成熟型茶企

**Abstract**

China is the birthplace of tea culture and origin of the tea in the world, Chinese tea industry had a glorious history. Since China's reform and opening up, Chinese tea industry has a rapid development, which has a vital significance on realizing" the unity of" the three effect of economic benefit, social benefit and ecological benefit. Fujian is a big tea production province in China; tea industry is the most characteristic and advantage one in its agricultural development, so the development of tea companies in the province has a close relationship with the development of agriculture, farmers' income and rural economic stability.

Entering the 21st century, Fujian tea industry is facing fierce competition in domestic and international market, how to effectively improve the comprehensive competitiveness of Fujian tea industry has become the core task of constructing the strong province of the tea industry. At present, lacking of development funds is one of the main contradictions of enterprises to improve the overall competitiveness of Fujian tea; lacking of funding and financing difficulties have become a" bottleneck" that restricting the development of tea enterprises. Therefore, how to effectively meet tea enterprises' financing needs is the development problems to be solved to promote the development of tea enterprises. To relieve degree of financing constraints in tea enterprises, it is very vital to learn the form of enterprise financing structure by the financing order and enterprise financing structure and the influence factors of financing constraints. Therefore, depending on the pecking order theory, inspecting the tea companies financing order, financial leverage empirical analysis on influencing factors is very important.

Firstly, On the basis of the literatures summarized at home and abroad, and the related theory of enterprise financing, and through the comparison of the financing structure, financing mode and financing order, this study found that due to the different market environment and different growth stages that the small and medium-sized enterprises stay, their financing structure, financing ways and financing

Order also show different features. The market economy in the developed countries grows better, and their small and medium-sized enterprises can be less constrained by the external environment. They can obtain funds from different financing channels according to their own will. While the market economy in the developing countries is not developed, and their small and medium-sized enterprises are more restricted by the external environment, so they can't choose financing modes according to their own will completely in the financing process. From all countries' experiences, the companies have different financial characteristics in different growth stages. The mature enterprises can obtain financing from external sources more easily than the growing enterprises. From the financing sequence, the developed countries and the developing countries both preferred to use its own funds to the enterprise development as the main source of funding, and then using external financing. However, the importance of private capital in the financing of enterprises in developing countries is less than that in the developed countries, and the dependence of foreign capital in the developing countries is greater, but their access to external funds is not easy.

Secondly, based on field investigation of Fujian Province, the research analyzes the financing situation of tea enterprises, and finds that in the financing process, for most of Fujian tea enterprises, the first consideration is its own funds as the main financing channel. When they encountered financial difficulties in expanding reproduction activities such as the purchase of raw materials, land to build factories, and equipment and increase of sales stores, tea enterprises will consider loans from financial institutions, private lending and other external financing channels. But from the external financing of tea enterprises, the financing channel is unitary, bank loans are the most important channels to obtain external capital, and mainly concentrated on large state-owned banks and rural cooperative financial institutions, loans ratio is relatively less from the small and medium-sized financial institutions. loan amount in the tea enterprises is not large, mainly concentrated on less than 5,000,000 yuan, of which mostly less than 500,000 yuan loan. In the way to obtain loans, Fujian tea enterprises mainly obtain loans by the way of mortgage, credit, guarantee. While lack

Of collateral, small scale, weak competitiveness, low enterprise credit rating, no acquaintance, and lack of security is the main obstacle of tea enterprises to obtain loans from financial institutions.

Thirdly, through the analysis of survey data, this study discovers that the financing structure and financing channel selection vary from medium, small and micro enterprises, so the research divides the tea enterprises into the growing and mature tea enterprises to conduct further research. Multiple linear regression models were used to inspect the financing order in the growing and mature tea enterprises respectively, and found that the growing and mature tea enterprises are consistent with the pecking order theory; further using Lemmon and Zender enhanced model test shows that mature enterprise is more consistent with the pecking order theory than growing one; furthermore, under the assumption that the tea enterprises financing debt, financial stocks are licensed, and using Ordered-Logistic model to test its financing will order, it is found that it is also consistent with pecking order theory. It is also found that tangible assets ratio and the firm size of two variables have a significant impact on leverage ratio (represented by the debt ratio), regardless of the growing tea enterprises or mature tea enterprises: tangible assets ratio and the firm size have a significant positive effect on long-term debt ratio, while tangible assets ratio and firm size have a significant negative impact on short-term leverage ratio, but the 3 factors of the profit rate, growth and enterprise life have no significant influence.

Finally, closely combined with differential characteristics of the tea business and tea industry as well as differences of mature and growing tea enterprises, this study points out the following 6 policy suggestions from 4 levels of the government, intermediary organizations, financial institutions and tea enterprises: to improve government service support system, to broaden the tea enterprises' financing channels, to improve intermediary services, to innovate tea enterprises' financing mechanism, to strengthen financial services of financial institutions, and to improve the tea enterprises' financing abilities.

There are three main innovations in the research: firstly, in the guide of pecking order theory, through the interviews and questionnaires on the tea enterprise entities,

On the basis of 221 valid questionnaires, the inspection of whether tea enterprises financing order is consistent with the pecking order theory is rare in the field of behavioral finance theory research; secondly, dividing the mature tea enterprises and the growing tea enterprises separately to check the financing order is a new and interesting attempt; finally, it use a variety of models to test the tea enterprises' financing order, and it has a logical relationship in the contents.

**Key words:** Financing; Pecking order; Growing tea enterprises; Mature tea enterprises

# **1** 导论

## **1.1** 选题背景与研究意义

### **1.1.1** 福建茶叶经济的重要地位

中国是世界茶文化的发祥地，也是茶叶的原产地，在历史上中国茶叶不但独占世界茶市，而且也是世界茶叶消费的唯一来源，俗语言“世界茶业看中国”。在古代，中国曾是世界茶叶出口第一，鸦片战争后中国茶叶出口虽有所下降，但改革开放以来，中国茶业飞速发展，在2005年中国又成为世界茶叶大国。其茶叶总产量位列世界第一，出口量跃居世界第三。2011年全国茶产量162.3万t，茶行业的生产总值达14多亿以上，从事与茶相关行业的人口高达8000多万，在一定程度上缓解了就业问题。在新的历史阶段，种植茶叶与建设社会主义新农村相结合，茶业成为中国提高农村经济效益、社会效益、生态效益等“三效合一”的重要目标。同时，联合国粮农组织（FAO）在2005年发布了《全球茶叶生产报告》，随着世界经济全球化和世界经济的联合发展，加上全球茶产量的不断增长，世界各国之间的茶叶贸易往来将进入新的发展阶段，茶叶的世界价格将稳步提升，茶叶的市场前景相当广阔。因此，FAO的专家预测茶业发展将成为近几年来具有极大地发展潜力的产业。

众所周知福建是乌龙茶的发源地，同时茶叶也是福建分布最广的经济作物之一，茶叶品类繁多，种质资源丰富，茶业是福建农业发展中的最具有特色和优势的产业。俗语说“中国的茶业看福建”，福建省是我国的一个生产茶叶大省，茶叶生产量位居全国第一，占全国20％以上；福建又是全国茶类齐全的省份，国家级、省级茶树品种种植率位居全国第一，也是对台茶业合作与交流最频繁的地区。此外，2011年，福建茶叶产量29.5万t，占全国茶叶产量的18.2%。全省与茶叶有关的从业人员已达300万以上，约占全省总人口的十分之一以上，而安溪、

华安等产茶大县涉及茶业的就业人员占全县人口一半以上，约占全县人口60%到70%，而农民的人均收入50%到60%的来自茶企业。可见，茶叶企业的发展直接关系着全省农业发展、农民的增收和农村经济的稳定。促进茶叶经济与茶叶企业的发展将有力地带动福建经济尤其是ft区农村经济的发展，成为ft区经济与农民收入不可替代的支柱产业。

### **1.1.2** 福建茶叶经济发展的融资约束

随着世界经济的不断联合和贸易自由化的进一步发展，如今茶叶产业已经成为世界性产业，茶叶企业的发展有利于福建经济的发展乃至全国经济的增长。但面对日趋森严的国际贸易壁垒，福建茶叶的出口门槛进一步提高，茶叶市场开拓能力还有待进一步增强。如何有效提高福建茶业的综合竞争力，在国内国际的激烈角逐中脱颖而出，是福建构建茶业强省亟待解决的问题。制约茶叶企业的发展的主要矛盾是缺乏发展资金的支持，资金匮乏和融资困难已成为制约茶叶企业发展的“瓶颈”。

一方面国际金融海啸的余波未平，正向深层次发展。国内经济环境复杂，抑制通货膨胀的任务紧迫，我国将继续实施紧缩性的货币政策。另一方面，根据《中国茶产业发展报告（2012）》的预测，未来5年福建省茶业资金缺口在300至400亿元之间，融资难题已经成为制约福建省茶业做大做强的主要因素之一。因此，如何有效满足中、小、微茶企业的融资服务需求，是促进福建中、小、微茶企业发展亟待解决的问题。

### **1.1.3** 研究茶企融资顺序的重要意义

莫迪利阿尼和米勒（Modigliani& Miller）于1958年创立MM定理（或“MM理论”）对世界公司资本结构领域有着广泛的影响力。中西方学者吸收其理论根据实际情况对企业融资行为与融资顺序进行了大量的理论分析及实证研究。但已有的资本结构经验研究主要以上市大企业为分析对象，而忽视了对经济发展起重大作用的中小企业。Zingales（2000）明确指出：“从实证角度看，对大企业的关注导致我们忽视（或者未达到应有研究程度地研究）世界的另一部分：不能进入公开市场的中小企业”。国外研究对象主要集中在对发达国家（如英国、西班牙）中小企业的研究，原因是这些国家建立了中小企业财务信息数据，数据的可得性影响了对象的选择。

1984年美国财务学家梅耶斯和梅吉拉夫于提出了“啄食顺序”理论（简称啄序理论），也称优序融资理论或融资顺序理论。他们认为，企业融资首先考虑和最佳的融资顺序是先内部融资，后外部融资，而外部融资中首选债务融资，最后才考虑股票融资。相对于成熟的西方发达市场经济，福建茶叶企业的融资前提条件和国外并不相同，茶企融资是否遵循啄食顺序理论？和西方资本市场的融资

是否会有差异？从现有文献来看，基于啄食顺序理论来研究茶企融资问题几乎没有。原因有二，一是数据获得的困难，二是茶叶生产的地域性影响，茶企融资少有纳入研究者的视野。

融资约束是福建茶企发展的最大障碍。本文认为，要缓解茶企融资约束程度，首先要了解茶企的融资顺序，从而了解由融资顺序形成的企业资本结构，并进一步了解中、小、微茶企资本结构及融资约束的影响因素，从而从根源上解决茶企业融资难的问题。因此，依靠啄食顺序理论，对茶企融资顺序的检验，财务杠杆影响因素的经验分析是非常重要的。

本文研究的现实意义在于，通过经验数据检验茶企融资顺序是否遵循啄序理论，结果表明，成长型茶企和成熟型茶企融资顺序均符合啄序理论，且成熟型茶企比成长型茶企更遵循啄序理论，但成熟型茶企更想进行股票融资。这个研究结论对于决策部门制定相应的茶企融资扶持政策具有重要意义。如首先创造有利条件，打造茶企行业内部的融资平台，其次是积极引导和规范民间借贷市场，积极引导银行特别是民营银行向茶企提供贷款，考虑在环境成熟时，允许茶企有条件地发行企业债券，并积极扶持优质茶企上市。因此本研究对改善福建茶叶企业的经营、融资环境乃至提高全国茶叶核心竞争力，对于促进茶产业的可持续发展具有重要的参考价值。而本文在借鉴国内外对支持小企业的融资政策，从政府、中介组织、金融机构、茶叶企业自身等4个层面提出缓解茶叶企业融资困难的政策建议，为解决茶叶企业融资困难问题提供了一个新的视角，将更好地促进茶叶企业的发展也是不言而喻。

## **1.2** 概念界定

### **1.2.1** 中、小、微型茶叶企业界定

目前，世界各国对中小企业概念的界定尚无统一标准，但在划分标准上不外乎从两个方面进行：一方面是从“质”加以划分，一方面是从“量”加以划分。所谓以“质”划型，就是从企业的性质上提出划分标准，一般将“由一两个人掌握和决策的企业”、“自主经营的企业”、“市场份额较小的企业”定性为中小企业，如：英国在划分中小企业时规定：市场份额较小、所有者依据个人判断进行经营、所有经营者独立于外部支配。所谓以“量”划型，主要以企业的规模来界定，包括企业的雇佣人数、资产、营业收入等生产要素和经营结果的状况。当前，世界

上大多数国家采用定量的方法来对企业进行划型，如：美国将年销售额在100 万

美元以下的农业企业划分为中小企业；新加坡将固定资产额在500万新元以下的

企业划为小企业，固定资产额在500-1000万新元的企业划为中型企业；澳大利

亚将雇佣人数在100人以下以及资产总额在20万澳元以下的企业划分为中小企业。

我国关于中小企业的划分标准经历了多次的演变，基本上从“量”上加以衡量。1962年，我国对中小企业的划分简单地以人员数量来衡量；1978年，则以固定资产规模来划分中小企业；1988年，开始将行业特点和差别引入到中小企业划分中来；1992年，将资产总额和销售收入纳入中小企业的划分标准中；2003年，我国出台了《中小企业促进法》，将从业人员数、销售额、资产总额作为划分中小企业的标准；2011年，我国新出台了《关于印发中小企业划型标准规定的通知》（工信部联企业〔2011〕300号），根据行业特点和差别，依据从业人员数、营业收入、资产总额等指标重新对企业进行划型，并首次增加了“微型企业”这一类型（见表1-1）。

**表1-1 我国统计上大中小微型企业划型标准**

Table 1-1 Type of large, medium, small and tiny enterprises on statistical standards in our country

| 行业名称 | 指标名称 | 计量  单位 | 大型 | 中型 | 小型 | 微型 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 农、林、牧、渔  业 | 营业收入(Y) | 万元 | Y≥20000 | 500≤Y＜20000 | 50≤Y＜500 | Y＜50 |
| 工业 \* | 从业人员(X)  营业收入(Y) | 人  万元 | X≥1000  Y≥40000 | 300≤X＜1000  2000≤Y＜40000 | 20≤X＜300  300≤Y＜2000 | X＜20  Y＜300 |
| 建筑业 | 营业收入(Y)  资产总额(Z) | 万元  万元 | Y≥80000  Z≥80000 | 6000≤Y＜80000  5000≤Z＜80000 | 300≤Y＜6000  300≤Z＜5000 | Y＜300  Z＜300 |
| 批发业 | 从业人员(X)  营业收入(Y) | 人  万元 | X≥200  Y≥40000 | 20≤X＜200  5000≤Y＜40000 | 5≤X＜20  1000≤Y＜5000 | X＜5  Y＜1000 |
| 零售业 | 从业人员(X)  营业收入(Y) | 人  万元 | X≥300  Y≥20000 | 50≤X＜300  500≤Y＜20000 | 10≤X＜50  100≤Y＜500 | X＜10  Y＜100 |
| 交通运输业 \* | 从业人员(X) | 人 | X≥1000 | 300≤X＜1000 | 20≤X＜300 | X＜20 |

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 仓储业 | 营业收入(Y) 从业人员(X) | 万元人 | Y≥30000 X≥200 | 3000≤Y＜30000  100≤X＜200 | 200≤Y＜3000  20≤X＜100 | Y＜200 X＜20 |
|  | 营业收入(Y) | 万元 | Y≥30000 | 1000≤Y＜30000 | 100≤Y＜1000 | Y＜100 |
| 邮政业 | 从业人员(X)  营业收入(Y) | 人  万元 | X≥1000  Y≥30000 | 300≤X＜1000  2000≤Y＜30000 | 20≤X＜300  100≤Y＜2000 | X＜20  Y＜100 |
| 住宿业 | 从业人员(X)  营业收入(Y) | 人  万元 | X≥300  Y≥10000 | 100≤X＜300  2000≤Y＜10000 | 10≤X＜100  100≤Y＜2000 | X＜10  Y＜100 |
| 餐饮业 | 从业人员(X)  营业收入(Y) | 人  万元 | X≥300  Y≥10000 | 100≤X＜300  2000≤Y＜10000 | 10≤X＜100  100≤Y＜2000 | X＜10  Y＜100 |
| 信息传输业 \* | 从业人员(X)  营业收入(Y) | 人  万元 | X≥2000  Y≥100000 | 100≤X＜2000  1000≤Y＜100000 | 10≤X＜100  100≤Y＜1000 | X＜10  Y＜100 |
| 软件和信息技术服 | 从业人员(X) | 人 | X≥300 | 100≤X＜300 | 10≤X＜100 | X＜10 |
| 务业 | 营业收入(Y) | 万元 | Y≥10000 | 1000≤Y＜10000 | 50≤Y＜1000 | Y＜50 |
| 房地产开发经 | 营业收入(Y) | 万元 | Y≥200000 | 1000≤Y＜200000 | 100≤Y＜1000 | Y＜100 |
| 营 | 资产总额(Z) | 万元 | Z≥10000 | 5000≤Z＜10000 | 2000≤Z＜5000 | Z＜2000 |
| 物业管理 | 从业人员(X)  营业收入(Y) | 人  万元 | X≥1000  Y≥5000 | 300≤X＜1000  1000≤Y＜5000 | 100≤X＜300  500≤Y＜1000 | X＜100  Y＜500 |
| 租赁和商务服 | 从业人员(X) | 人 | X≥300 | 100≤X＜300 | 10≤X＜100 | X＜10 |
| 务业 | 资产总额(Z) | 万元 | Z≥120000 | 8000≤Z＜120000 | 100≤Z＜8000 | Z＜100 |
| 其他未列明行  业 \* | 从业人员(X) | 人 | X≥300 | 100≤X＜300 | 10≤X＜100 | X＜10 |

资料来源：工业和信息化部、国家统计局、国家发展改革委、财政部《关于印发中小企业划型标准规定的通知》（工信部联企业〔2011〕300号）

在我国2011年出台的中小企业划型标准中，对农、林、牧、渔业企业划分

规定如下：营业收入小于50万元的企业划为微型企业；营业收入大于等于50万元且小于500万元的企业划为小型企业；营业收入大于等于500万元且小于20000万元的企业划为中型企业；营业收入大于等于20000万元的企业划为大型企业。根据这一划分标准并结合茶叶行业自身的特点，杨江帆等人（2012）将茶叶企业做了划型：营业收入小于50万元的茶叶企业划为微型茶叶企业；营业收入大于

等于50万元且小于500万元的茶叶企业划为小型茶叶企业；营业收入大于等于

500万元的茶叶企业划为中型茶叶企业。本文将沿用杨江帆等人对茶叶企业的划分标准。

### **1.2.2** 成长型和成熟型茶叶企业

根据两个主要生命周期阶段，本文构造了两类样本企业：处于成长阶段的企业和处于成熟阶段的企业。生命周期阶段自然地和企业年龄相联系。年龄是一个重要因素，但不是企业生命阶段的唯一决定要素。企业生命周期在不同行业和行业内部变化很大（（Black（1998））。一些管理和会计学的研究表明，企业生命周期不是企业年龄的线性函数，企业生命周期阶段并不意味着一定是在一个确定的顺序相互连接。在一项研究一个生命周期企业的环境、战略、结构、和决策变化中，Miller和Friesen（1984）识别了生命周期阶段：诞生、成长、成熟、复苏和衰退。他们发现，从更长的时间看，企业不能表现出从诞生到衰退一般生命周期演进。也就是说，成熟阶段之后是衰退，复苏，甚至是增长，复苏可能先于或后于衰退等。

本文定义成长阶段为茶企成立年限在7年以下（包括7年）。至于为什么是

7年为成长型与成熟型企业的分界线，是受访部分茶叶行业人士的习惯看法，当

然，在调查中，本文也确实发现企业度过了7年时间后，企业特点有着一些明显的变化，如企业规模和利润水平。当然，不同的文献对此有着不同的划分。如

Evans（1987）认为6年及6年以下称之为年轻企业，7年及7年以上称之为年老企业；而Laarni Bulan和Zhipeng Yan（2009）认为以企业IPO后6年为成长和成熟的分界线；Miller和Friesen发现，每个生命周期阶段平均持续6年，最短18个月，最长20年。

## **1.3** 数据来源、研究方法与技术线路

### **1.3.1** 数据来源

本研究数据全部来源于由民生银行、武夷学院、福建农林大学茶叶科技与经济研究所共同开展福建省茶叶企业融资与发展专项调研。该专题课题组分成3 个

小组，于2011年7月到8月暑假期间，同时分赴武夷ft、安溪、福鼎等市（县），

在省茶叶重点产销地，对茶叶企业进行随机抽样调查，最终完成有效问卷221份，深入了解茶企融资与生产经营情况，广泛听取了茶叶企业关于融资的意见和建

议，获得了茶企金融、生产等方面的数据，而这些数据是无法通过统计年鉴获得，是真实的，一手的材料。本课题组采取抽样选取微观企业，亲自访谈与发放问卷相结合，在当地政府与银行的支持下，在受访茶企的积极配合下，终于圆满完成了调查任务，为本研究提供了数据支撑。

### **1.3.2** 研究方法

实证研究指研究者亲自收集观察资料，为提出理论假设或检验理论假设而展开的研究。实证研究具有鲜明的直接经验特征。本研究依内容不同采取不同分析模型。将茶企按成长型和成熟型茶企，因变量分为长期杠杆率和短期杠杆率，分别检验融资顺序，本研究采取描述性分析（Descriptive Statistics）、多元线性回归分析（multiple linear regression analysis）、多元非线性回归（multiple non-linear regression analysis）、次序逻辑回归（ordered-logistic regression）等等统计研究方法来检测茶叶企业融资顺序，这些模型在逻辑程次上呈递进关系。描述性分析从不同角度上对茶企融资的现状作了详细的统计分析，接着，用多元线性回归模型来检验自变量系数符号是否符合啄序理论下的预期符号，发现成长型和成熟型茶企均符合啄序理论；进一步采用Lemmon和Zender增强型模型检验，发现成熟型茶企比成长型茶企更符合啄食顺序理论；其后采用Ordered-Logistic次序逻辑回归模型来检验茶企的意愿融资顺序。这三个模型的检验结果相一致，从而验证了茶企融资顺序符合啄序理论。

### **1.3.3** 技术路线

本研究技术路线：在提出茶企的融资顺序是否符合啄序理论的基础上，评述了从MM理论到权衡理论再到啄序理论的发展过程，指出了资本理论的研究的新方向，并在梳理相关文献的基础上，确定本研究的经验分析思路：首先使用线性回归模型来检验啄食顺序理论，依据的是实证结果下的自变量符号是否和啄序理论指导下的自变量预期符号相一致；用Lemmon和Zender增强型模型检验谁更符合啄序理论；第三次是用有序（次序）回归模型在融债和融股都许可的假设下，对融资意愿顺序进行检验（图1-1）。

提出问题

归纳与演绎

理论基础

啄食顺序理论

文献综述

文献检索法

文献综述

比较分析法描述性统计

融资顺序的国际比较

茶企融资现状的统计性描述

茶企融资顺序的经验检验

横截面模型，L.和 Z.

模型，次序回归模型

分析问题

多元线性回归 一元非线性回归次序 logistic

对策建议

解决问题

根据经验检验结果提出相应对策

啄食顺序理论对茶企融资行为有无解释力？

茶企的融资顺序如何，影响因素有哪些？

**研究内容**研究理**论与方法**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量替代与方法 | |  | 研究假设 | |  | 成长型茶企检验 | |  | 成熟型茶企检验 | |  | 结果讨论 | |
|  |  | | |  | | |  | | |  | | |  |

**图1-1 论文研究的技术路线图**

**Fig1-1 Technology roadmap of paper's research**

## **1.4** 本文的主要内容、特点与创新

### **1.4.1** 本文主要内容

本研究共分为8个部分，主要内容如下：

第一章，导论。阐述研究的背景、目的与意义，并阐明研究思路、方法与结构，说明本文的创新点与不足点。

第二章，文献综述。对国内外研究进展进行文献回顾和评述，国外主要从三个方面进行：一是验证大公司或是上市公司的融资顺序；二是验证小企业的融资顺序；三是对啄食顺序理论和权衡理论的比较研究。国内主要从四个方面进行：一是对我国上市公司的融资融资顺序的影响因素的研究；二是对中小企业融资顺序及影响因素研究；三是对啄序理论和权衡理论的比较研究；四是对茶企融资和茶叶生产的研究。

第三章，理论的发展及评述。先客观分析Modiglianit和Miller的MM理论的理论和实践价值。然后对产生于MM理论之中的静态权衡理论解释分析，并举例说明动态融资决策的潜在重要性。最后从逆向选择和代理理论两个方面来阐述啄序理论。

第四章，融资结构、融资方式与融资顺序的国际比较。比较研究美国、英国、日本和中国这4个国家的融资结构以及融资方式的选择。本章阐述发达国家和发展中国家中小企业融资的基本特征，以及各国对中小企业融资的扶持政策。

第五章，福建茶叶企业融资现状的描述性统计分析。首先，从龙头茶叶企业、茶叶企业的经营状况、企业控制人的资产构成等角度对福建茶叶企业的总体状况进行分析；其次，从融资渠道、融资用途、贷款额度、贷款方式等方面对福建茶叶企业的融资现状进行分析；最后，对福建中、小、微型茶叶企业的差异化融资进行分析。

第六章，福建茶叶企业融资顺序的经验分析。本章通过查找文献，对替代变量和计量模型的应用作了综述，在此基础上，对本文选取的变量和计量模型作了说明。接下来是实证分析：首先使用线性回归模型来检验啄食顺序理论，依据的是实证结果下的自变量符号是否和啄食理论指导下的自变量预期符号相一致；用

Lemmon和Zender增强型模型检验谁更符合啄序理论；第三次是用有序（次序）回归模型在融债和融股都许可的假设下，对融资意愿顺序进行检验。

第七章，缓解茶企融资困难的新思路。本章紧密地结合茶叶产业、茶叶企业的特点以及成熟型和成长型茶企的差异性，从政府、中介组织、金融机构、茶叶企业等4个层面提出政策建议，以期能够拓宽茶企的融资渠道，提高茶企的融资可获得性，从而缓解茶企的融资困境。

第八章，结论与展望。

### **1.4.2** 研究特点和主要观点

一种广泛使用的检验啄食顺序是由Shyam-Sunder和Myers（1999）提出的实证模型。该模型由于没有考虑企业的举债能力而不能发现啄食顺序行为而受到批评（Chirinko and Singha）。Lemmon and Zender（2007）将企业的举债能力纳入，而对模型进行了改进。因此他们的模型可以区分啄食顺序行与其他融资行为。然而，有关公司啄食顺序从这个模型的推断是复杂的，特别是样本企业来源广泛，我们不能辨别公司是否更加紧密地遵循啄食顺序，不能辨别企业是否不受其举债能力制约。本文考虑企业生命周期所处的阶段，从而使Lemmon and Zender的分析推进了一步。本文这样做是为了更准确地控制企业的债务能力水平。只有这样做，我们才能评估信息不对称在多大程度的影响啄食顺序理论预测的融资行为。啄食顺序理论是基于投资者和经理之间的信息不对称。由于信息相对缺乏，投资者要求新证券必须折扣发行，公司采取以先内部融资，然后债务，最后股票发行，来满足他们的融资需求。在企业生命周期的背景下，本文预计年轻、快速成长和已经成熟的企业相比，信息不对称问题更严重。因此，啄食顺序理论预测，年轻的，快速增长的公司，由于信息不对称他们更可能面临更高的逆向选择成本，应该是更紧密地遵循啄食顺序。经验证据表明却相反，即成熟的、大公司更紧密地遵循“啄食顺序（Frank和Goyal（2003），Fama和French（2002））。考虑债务能力约束，Lemmon和Zender（2007）找到支持啄食顺序更广泛样本企业的证据。在相关的论文中，Bharat，Pasquariello和Wu（2008）认为信息不对称程度影啄食顺序行为。但是，他们在评价理论时没有考虑限制举债能力约束。

在本研究中，我们将茶叶企业生命周期分成二个主要阶段，即成长阶段和成熟阶段。研究发现，成长型企业比成熟型企业更有需要进行外部融资，举债能力更弱。这意味着成长型企业经常达到举债能力上限，成熟型企业却更不容易达到。本文认为，举债能力的显著差异和外部融资能解释为什么现有证据支持成熟型企

业比成长型企业更遵循啄食顺序理论—和啄食顺序理论形成鲜明对照。本文认为，在企业生命周期的背景下，逆向选择成本更高的企业更符合啄食顺序，与理论相一致。本文认为，这个结论不会受到举债能力影响因素如成长机会和利润率的影响。

经验研究结论是：成长型和成熟型茶企融资顺序均符合啄序理论，但成熟型茶企比成长型茶企更遵循啄序理论，并更想依赖于股票获得大额融资。

### **1.4.3** 主要创新与不足

#### **1.4.3.1** 主要创新点

本文力图在以下3个方面进行创新：

（1）目前，罕有从行为金融视角对茶叶企业融资顺序及影响因素进行经验分析的文章，他们的研究对象以上市公司为主，跨越各个行业，但以啄食顺序理论为基础，通过对茶企实体进行走访和问卷调查，检验茶企融资顺序是否与啄序理论相一致，目前这类研究鲜见。因此从行为金融学的视角分析中茶叶企业融资顺序和资本结构是个新视角。

（2）将成熟型茶企和成长型茶企分开来进行融资顺序的检验。本研究在经验分析融资决策时，考虑企业生命周期阶段的重要性。许多研究表明，融资选择或随着企业特质的不断变化而变化。例如，在研究小型私营企业，Bergen和Udell

（1998）描述了融资的生命周期。企业成立之日起，他们最初信赖内部和天使融资，而后是风险资本和贸易信贷，最后才转向股票融资。伯杰和Udell（1998）记录了生命周期的融资。研究结果显示，从诞生开始，公司依靠最初的内幕和天使融资，风险投资和贸易信贷，最后在采取的IPO（首次公开募股）前，是银行中期贷款。债务融资的问题上，Diamond（1991）指出，通过中介机构的借贷有其自己的生命周期。年轻的公司首先从银行借款，并在这个过程中获得的信用记录。有着良好信用记录的贷款人直接发行债券，而不再依靠中介。这些研究表明，公司融资行为决策，随着企业的生命周期的变化而变化。

成熟型企业更不容易达到举债能力的上限，这意味着成长型企业经常地达到。而现有对啄食顺序理论的检验，并没有直接比较成熟型企业和成长型企业哪一个更符合。本文发现，逆向选择成本越大的企业越符合啄食顺序理论，这和理论是相一致的。本文对茶叶企业处于不同生命周期阶段，融资决策进行了经验分

析。许多研究表明，融资选择或随着企业特质的不断变化而变化。债务能力的若干决定因素是具体到每个生命周期阶段，并不能简单地存在广泛的样本企业。将茶叶企业分成成熟型企业和成长型企业，这是一个新的和令人感兴趣的一次尝试。

（3）经验检验企业融资是否符合啄食顺序，目前是根据回归结果变量符号是否和理论的预期符号一致来判断，本文将成长型茶叶企业和成熟型茶叶企业分开进行检验，一是用传统变量符号来判断，在成长型茶叶企业和成熟型茶叶企业都符号啄食顺序的情况下，利用Lemmon和Zender模型，进一步检验了这两类企业谁更遵循啄食顺序理论。

#### **1.4.3.2** 主要不足

（1）由于受数据可获得性和可靠性的限制，本文采用的横截面数据，用静态模型，通过变量符号是否和理论相符来检验啄食顺序理论，这方法有一定的局限性，因为啄食顺序反映的融资渠道的动态选择，是个融资渠道频率的表现，而用资本结构的比重来反映融资顺序倾向，至少是不准确的，结果也是不直观的，可以通过使用动态模型，只考察一个变量（目标杠杆）的系数是否显著就可以判断融顺序资是遵循啄食理论还是权衡理论，但这需要时间序列数据，而非横截面数据，即使能够获得，可靠性与准确性也是值得怀疑的。

（2）由于样本茶企并没有资格进行债权融资（公开发行债券）和股权融资，因此缺乏债券和股票融资的数据，所以次序（有序）逻辑模型只是意愿融资顺序的检验，并不是实际融资顺序的检验，这不能不说是一个欠缺。

# **2** 文献综述

## **2.1** 国外研究综述

### **2.1.1** 验证大公司或是上市公司的融资顺序

英国马克（Mark T. Leary）和罗伯特（Michael R. Roberts）（2008）通过实证模型对啄食顺序融资理论进行了相应的检验，与此同时对前人关于啄食顺序融资理论的相关检验也进行了测试，最后对啄食顺序融资理论对上市公司或是大企业的融资顺序的解释力度进行了研究说明。由于啄食顺序融资理论假设前提存在严格与宽松之分，所以啄食顺序融资理论的分类能力也会随之发生变化。且正是由于对啄食顺序融资理论的假设前提过于严格的解释和说明，以及对公司储蓄以及债务政策的变化做出了严格的限制，导致了啄食顺序融资理论的性能相对较差

——只有不到20%的公司遵循啄食顺序融资所预测的公司的融资顺序即优先考虑内部融资，其次考虑的是债务融资，最后才是通过股票融资。即使公司的债务能力通过不同的方式符合了同行业中的投资评级公司，但作者仍发现只有不到

20%的公司遵循啄食顺序融资理论所提出的融资顺序。但是，当作者将一些非企业因素引入理论模型中时，可以发现该理论模型预测的准确性将得到明显的提高，即此时该理论可以较准确地分析80%以上的所观察到的企业债券以及发行的股票。作者通过对理论模型的假设前提放宽范围，得到以下几点的结论：（1）、现有实证研究的决定因素可以解释大部分大公司的融资决策；（2）、对于静态的逆向选择成本和发行安全债务的能力的考虑大公司融资策略的决定中起着重要的作用。作者还通过实证研究发现不仅仅是信息的不对称会影响到啄食顺序融资理论的解释力度，激励冲突也会影响到该理论的解释力度。当大公司或是上市公司面临更为更为严重激励冲突时，即使是严格的啄食理论也可以解释超过一半以上的所观察到的大公司的债务以及股权的决定。

Otavio R. de Medeiros和Cecilio Elias Daher（2005）采用了132家巴西公开上市公司2001年的会计数据，通过实证研究分析了啄食顺序融资理论是否能够为巴西企业的资本结构提供实证解释。通过前人的研究可知，啄食顺序融资理论若存在一个严格的前提条件，那么通过股票的方式进行融资这样的一张种情况在企业进行融资的过程中是断然不会出现的，但是放松前提条件，则通过股票进行融资是有可能存在的，只是在企业的融资结构中所占的比例是相当有限的。作者

在进行实证研究时采用了截面回归和检测假设的方法，最后通过将实证结果，与Shyam-Sunder和Myers（1999）和与美国的弗兰克和Goyal（2003）对美国公司的研究数据的对比分析，发现只有在宽松的前提条件下的啄食顺序融资理论才适用于巴西公司。并发现若在宽松的理论前提条件下，巴西企业回归方程的拟合优度要优于美国企业，并且即使是在严格的前提条件下，巴西企业的拟合优度仍然优于美国的企业。实证研究中所涉及到的模型可以证明，在企业的融资结构中，股票发行的规模要远远低于内源融资和债务融资的规模，并且，模型无法证明三者的时间顺序是否与啄食顺序融资理论中提到的先内源融资再债务融资最后股权融资是否一致。在研究的过程中，作者还发现，巴西的股市对上市公司的决策有着一定的影响，特别是近几十年来，由于巴西政府采取非常严格的信贷政策，这导致了巴西金融市场上利率出奇得高，从而使得银行的短期借款不太可行即债务融资不太可行。

Abu Jalal（2007）根据42个国家的个别企业在1980年至2005年期间关于外部融资方面决策的数据，并以此为基础对公开上市交易企业的债券发行情况进行了相应的研究，重点研究了公司未来融资或为了发展而采取的措施。这将有助于解释所观察到的42个国家在企业边际债务融资方面的差异。通过使用啄食顺序融资理论对Shyam-Sunder和Myers（1999）的框架进行测试，Abu Jalal的研究所提供的经验证据表明：金融制度的发展和金融市场的不完善影响着公司在债券融资方面的决定。同时，国家法律的渊源、国家的发展程度、政府的有效性、执法的力度、国家对腐败的控制力度以及对股东的保护也会影响到上市公司在边际债务方面所做出的决定。最后，Abu Jalal通过研究得到了一个新的啄食顺序理论的估计系数，这一系数与一个国家的长期平均增长率有着密切的相关性，而且这一系数似乎也是一个能够客观衡量金融市场效率的重要依据。Abu Jalal的研究得到的第一个重要的结果：金融市场的有效性与发展和上市公司对于新债发行的依赖性有着一个明显的联系，随着资本市场的扩大以及资本市场上资金流动速度的加快，上市公司在融资过程中对于边际债务的依赖性明显下降。该研究通过估计系数得到的第二个重要的研究结果为各个国家在经济增长前景提供了一个有用的指标。啄食顺序系数与长期平均增长率之间存在着一个明显的负相关关系。同时，估计的系数为如何衡量宏观经济变量和指标对经济增长的影响提供了一系

列有价值的数据。在此之前，大量的研究都致力于找到与经济增长密切相关的因素，以便于为政策的制定者在如何创建和加速经济增长、培育金融系统等诸多方面提供以正确的指引。为了确定啄食顺序系数对经济增长的预测能力，作者比较反对使用这六种常用的完善金融市场发展的措施：股票市值、股票的市场交易额、私人债券市场资本、净息差收窄、交易的股票价值和私人银行提供的信贷。啄食顺序融资顺序理论认为，信息的不对称和逆向选择成本的存在导致上市企业在内部资金无法满足现阶段的融资需求的时候会很少考虑通过发行股票来融资。这个时候，上市公司往往会通过发行边际债务来满足融资需求。Shyam-Sunder 和

Myers（1999）的实证架构可以用于估计外部融资需求对于新的债务问题的解释程度，他们提出了公司在出现资金流赤字时新的债务融资的回归方程。于是作者在这个基础上通过实证研究发现，相较于发展中国家的公开上市公司，发达国家的上市公司较少地依赖于债务的发行。作者通过观察，还发现当一个国家为股东提供更多的法律保护时，就会出现一个较低的边际债务值，从而有利于资本市场的有效运行与发展。但是在国家为债权人保护时，这重关系又是相反的。此外，在那些有着更加有效的政府、执法力度、鼓励商业活动以及政治自由的国家里面，企业会较少地依赖于边际债务融资。通过参考现存的文献，作者发现通胀对边际债券发行的影响是非线性的，也就是说在通货膨胀与新债发行之间存在着一个离散阈值的关系。所以该研究结果，与啄食顺序理论对于金融市场的发展而言是一个功能强大的汇总统计的这一个概念是相一致的。最后，作者建议将啄食顺序理论作为衡量金融市场效率的一项措施。因为啄食顺序回归系数估计值使用了所有可用的公司数据，并且可以更新，能够计算出几乎任何一个国家或时间段所需的系数。最重要的是，这是一个客观的建立在探索的理论模型基础上的衡量标。

Dimitrios Vasiliou、Nikolaos Eriotis和Nikolaos Daskalakis（2009）为了表明不同的检验方法会导致不同的有序融资理论的有效性影响发生变化，在研究中采用了部分希腊上市公司的相关数据报表以及研究过程中所使用到的一份详细的问卷调查。首先调查了这些希腊上市公司的融资行为是否与啄食顺序融资理论相符合，然后指出由于在研究过程中所使用的验证方法不同，所以对于涉及啄食顺序融资理论的相关结论要进行仔细地分析。经研究得出这样的结论：在企业的盈利能力和财务杠杆行为存在相反的关系的基础上，啄食顺序融资理论模型的预测

能力是较为精确的，但是这重相反的关系表明对于此时的企业而言，债务是内部资金的首选。这也就表明啄食顺序融资理论是存在的，但是无法证明啄食顺序融资理论在公司的融资过程中确实存在。作者在研究过程中采用了两种截然不同的方法来对啄食理论进行验证，由此得出了一个重要的结论即研究人员在对啄食理论或啄食顺序融资理论进行验证的时候一定要有认真谨慎的态度，因为验证方法的稍微变化就可能会导致结论发生变化。作者为了得到结论，在研究过程中采用了不同来源的信息。以往的研究者往往会认为企业的盈利能力与企业的杠杠行为呈现负相关关系这一现象可用于验证啄食顺序融资理论，但是，通过相关的验证，作者发现这一结论有待商榷。作者提出啄食顺序融资理论存在层次之分或者说啄食顺序融资理论有着三个不同的层次，因此研究者在对该理论进行验证的时候，一定要先对研究课题进行详细的计划，认清层次，然后在进行深入的研究时，应该将研究的重点放置于调查企业实际投资背后的原因。

Paolo Fulghieri、Diego Garca和Dirk Hackbarth（2013）在研究中重新对在信息不对称的条件下对企业外部融资行为进行了研究。在企业的资产结构相对合理以及资产增长的前提下，的研究结果表明企业的所有者与外部投资者之间存在信息不对称时，股权融资要优于债务融资。在研究过程设定股票对市场信息的敏感程度低于债券，由此提供了一种崭新的实证研究的方法。在此基础上，进一步提出当企业已经负担了一定的债务但需要筹集大量资金时，股本融资相较于债务融资对企业的吸引力更大。作者最终通过研究发现，在信息不对称的情况下，企业根据风险最低原则，在通过诸如权益证券、可换股债券及认股权证等进行股权融资时，在股权融资结构中可以达到一个最佳的组合。

Peter H gfeldt和Andris Oborenko（2005）试图通过研究揭示上市企业的融资行为在很大程度上取决于其资本结构对内部股权与外部股权成本差异的影响。如果企业的所有权较分散，则这一成本差异就较小。如果股票定价错误，则此时公开发行出售时，股票的市场账面值就相对较高，那么现任股东将从中受益。市场时机理论发现，一个企业的财务杠杆呈现低水平是该企业对市场时机长期成功预测的结果。但是如果在企业资本所有权是分离的情况下，代理成本的差异将使得内部股权和外部股权的成本发生变化，由此将促使新股东要求企业赔偿其权益。这就将生成一个增强的啄食顺序融资理论，即只有在内部股本和债务不充分的前

提条件下，企业才可发行新的股票，而此时发行的股票能够满足外部股东的融资需求并且将被外部股东所吸收持有。美国的多数上市公司是符合Baker 和

Wurgler于2002年提出的市场时机理论，而增强的啄食顺序融资理论则是对瑞典

IPO公司的融资行为的最好解释，并且增强的啄食顺序融资理论也证明了市场时机并非那么重要。其研究结果是对传统的市场时机理论的一种新的挑战。瑞典上市企业较大的内部与外部融资成本的差异很好的解释了为什么融资是具有反应性的并且与留存收益和盈利能力密切相关。同时，企业所有权结构中体制的差异也会对企业的融资行为产生影响，并且这影响是具有预见性的。这一点在过往的资本结构理论以及市场时机理论中往往使被忽略的。增强的啄食顺序融资理论美国经济环境中三个机制性因素是密切相关的并且也提出了在美国对这三大机制因素的定义与欧洲定义的差别。同时，增强的啄食顺序融资理论也在企业所有权与控制权之间建立了连接，这一连接反映了一个企业的资本融资周期。

### **2.1.2** 验证小企业的融资顺序

Abe de Jong, Marno Verbeek和Patrick Verwijmeren（2009）通过分离融资的盈余，正常的赤字，巨额赤字的影响，扩展了Shyam-Sunder和Myers（1999）的基本的啄食顺序模型。在研究的过程中使用的面板是1971年至2005年间美国公司的部分数据。通过研究分析，Abe de Jong, Marno Verbeek 和Patrick

Verwijmeren发现啄食顺序的估计系数最高的为盈余（0.90），下层的为正常赤字

（0.74），当公司出现巨大的融资赤字时系数最低（0.09）。这些发现揭示了两个经验性的困惑：（1）尽管小公司在信息不对称方面具有最大的潜力，但是小企业在融资过程中并没有遵循啄食顺序融资理论所提出的相关观点；（2）随着时间的推移，啄食顺序融资理论逐渐失去了其在企业融资方面的解释力度。通过表明在小企业中，巨额赤字出现的概率较高并且这一概率会随着时间的推移而不断增加，作者为解决上述两个困惑提供了相应的方法。作者认为其研究结果与啄食顺序模型中的债务能力是一致的，于是作者试图通过研究来检查修正后的模型是否可以解释上述的困惑，以及这一修正是否可以解开以前研究结果中出现的冲突。作者的第一修正例涉及到一个这样的事实，即该模型并不区分融资赤字与融资盈余的影响。与此相反，该模型通常会估计盈余和赤字，并规定一个共同的啄食顺序均匀系数。然而，赤字和盈余的影响是不同的：在赤字的情况下，公司发行证

券，而非像盈余时那样购回证券。由于Myers和Majluf（1984）在啄食顺序理论中的发行决策与Shyam-Sunder和Myers（1999）中的购买决策是不同的，所以作者在研究过程中允许赤字与盈余的影响之间不对称性的存在。Chirinko（2000）认为Shyam-Sunder和Myers（1999）的经验模式在对有巨额赤字的企业的应用方面是有缺陷的，由此，作者做出了第二修正。当公司遵循啄食顺序融资，其庞大的融资需求可能会超过未使用的债务能力，此时，公司将通过发行股票来弥补其余的融资需求。因此，作者在研究中所修正的模型区分了以下三种情况：（1）公司有盈余；（2）公司有“正常”的赤字；（3）公司有巨额赤字。作者推测啄食顺序系数在“正常”的赤字方面与企业是相一致的。作者研究最主要的目的在于通过分离金融赤字与金融盈余并且将发行规模引入研究当中，来解释规模大小、时间和啄食行为之间的相关性。作者通过实证研究证明了债务的发行最适合于存在融资盈余；较适合于存在融资盈余的中小企业；最不适合于存在巨大融资赤字的企业。因为中小企业存在巨额的赤字或更少的盈余，与大企业相比，中小企业则会发行更多的股票。由于越来越多的企业出现巨额赤字，因此随着时间的推移，啄食顺序系数会逐渐降低。该研究的结果与预测的啄食顺序模型是相一致的，该模型将企业债务能力纳入了考虑范围。由于巨大的融资需求可能会超过企业未用的债务能力，因此这些企业在发出债务方面便受到了限制。在存在盈余情况的时候，公司的债务能力不会对债务回购产生任何限制。

Laarni Bulan和Zhipeng Yan（2009）鉴于Myers和Majluf（1984）提出的啄食顺序融资理论存在缺陷，这一缺陷是有先前对该理论的实证检验并不充分所造成的，因此先前的啄食顺序融资理论关于信息不对称的预测存在争议。为了弥补这一缺陷，Laarni Bulan和Zhipeng Yan在研究过程中，将中小企业的生命周期这一因素引入了对啄食顺序融资理论的中心预测的检验中。在此之前，

Shyam-Sunder和Myer(s

1999）对啄食顺序融资理论的实证模型被大家广泛使用，

但是此实证模型由于未将企业的负债能力纳入考虑的范围，因此该模型无法解释由Chirinko（2000）所提出的的啄食顺序融资顺序行为。莱蒙和曾德尔为了修正该模型，将企业的负债能力这一因素引入原有模型当中。结果发现修正后的模型可以解释企业的啄食顺序融资顺序行为，然而，从企业举债能力的真实数据水平出发，可以发现，该修正后的模型在推断企业是在多大程度上遵循啄食顺序融资

理论顺序行为的过程是相当复杂的。特别是，当将修正模型应用于广泛的公司样本时，则该模型无法解释企业的融资行为是否符合啄食顺序融资理论中所提出的融资顺序，也无法说明企业的融资行为是否受到自身债务承受能力的影响。为了更准确的控制企业债务能力水平能力这一因素，作者在研究过程中将企业的生命周期这一因素引入研究范围，从而进一步推进了莱蒙和曾德尔对啄食顺序融资理论的分析，进而评估信息不对称对啄食顺序融资顺序行为的影响程度。在研究的过程中，作者对企业生命周期中的两个关键周期即成长期与成熟期进行了区分。通过研究，作者发现相较于处于成熟周期的企业，处于成长阶段的企业对于外部融资有着更为强烈的需求，并且负债能力相对较低。这也就意味着，处于成长阶段的企业会更加容易并且更加频繁地到达其负债能力的极限。成长期的企业与成熟期的企业在债务能力和外部融资能力两个方面的差异解释了为什么成熟期的企业相较于成长期的企业更加符合啄食顺序融资理论，很明显，这一结果与原理论恰恰相反。作者认为，现存的对啄食理论的检验并不能直接将成长期和成熟期的企业遵循啄食顺序融资理论的程度进行比较。然而，在一个生命周期阶段，当企业的外部融资能力与负债能力出现均匀的情况时，作者发现逆向选择成本较高的企业会更加遵循啄食顺序融资理论。进一步的研究结果表明在企业的每一个生命周期阶段，企业负债能力的决定因素是不一样的。通过研究，作者也发现了一个企业的融资决策是如何与企业的生命周期交织在一起的。现有的研究工作大多把重点放在解释一个广阔的企业样本的融资行为上面，可见对于一个中小企业而言，一个简单、全方位的融资理论是非常实用的，一个考虑到企业生命周期的融资理论更是必不可少的。

### **2.1.3** 对啄食顺序融资理论和权衡理论的比较研究

英国阿德德吉（Abimbola Adedeji）（2002）对啄食顺序融资理论以及权衡理论进行了研究。阿德德吉的研究所采用的数据涵盖了1994—2000年之间608 家

英国公司的相关观察值。通过研究观察得到的数据显示着608家公司的新的债务问题并未与啄食顺序融资理论所预测的内部资金流赤字有着一对一的关系。研究也表明：只有20%至30%的内部资金流量赤字的资金是通过新的债务来融资的，并且啄食顺序融资理论对新债务的解释力度还不如权衡理论。该研究还发现了另一个有趣的现象即啄食顺序融资理论在高资产负债率下对新的债务问题的解释

力度要优于在低资产负债率下对新债务问题解释力度。显然，这与Shyam-Sunder和Myers在1999年所提出的啄食顺序融资理论，即在低资产负债率下对新债务问题的解释要优于在高资产负债率下是相反的。作者通过研究还发现，一些符合权衡理论但是悖于啄食顺序融资理论的并且与公司是否决定发行新的债务无关的变量，例如预期增长和规模，对于解释新的债务问题却有着重要的作用。当这些变量与内部资金流赤字相结合时，这些变量在于数据的拟合度将得到了很大的改善。

Francisco Sogorb-Mira和JoséLópez-Gracia（2003）对两个都能够对中小企业的融资政策产生影响的相关理论即啄食顺序融资理论和权衡理论进行了探讨。作者进行研究的过程中为了对研究1994年至1998年五年间西班牙中小企业约

6482个数据样本所反映出来的资本结构，采用了面板数据的分析方法。研究的结果表明，不论是权衡理论还是啄食顺序融资理论均能够对中小企业的资本结构进行解释分析。虽然，研究的结果为公司试图达到目标或是最佳杠杆（权衡理论）提供了更多的支持，但是在关于公司为满足融资需求而进行杠杆水平的调整（啄食顺序融资理论）的方面却无法提供充分的支持。

## **2.2** 国内研究综述

### **2.2.1** 对我国上市公司的融资顺序影响因素的研究

我国的上市公司对股权融资偏好问题普遍存在，李霞（2004）通过对股权融资偏好所形成的相关因素进行剖析和对若干假设做出验证，并做出合理的解释。她创造性地提出：将上市公司的年度股权融资额占融资总额的比重来做为衡量股权融资偏好强弱的一个标准。通过对相关数据资料的分析，建立多元线性回归模型，并且通过该模型对股权融资偏好现象形成的相关因素进行实证分析和合理解释。作者还采用统计分析的方法，从2002年深沪股市中曾参与配股增发的上市

公司A股中选取了29家上市公司作为研究的对象。通过使用“SPSS 10. 0统计软件”，就公司规模、成长能力、现金流量、盈利能力、国有股的比重等衡量指标进行多元线性回归的实证分析，并采用了标准参数检验的方法来确定它们之间的相关显著性。为了简化程序，避免干扰变量，作者运用逐步回归法，来验证假设条件是否能够成立。还采取了综合因子分析法，对干扰变量的代表性进行实证的分析和合理解释，根据分析可获得以下基本的研究结论：（1）通过分析，可以

确定造成我国上市公司股权融资偏好程度的主要原因以及可根据其重要性的大小排序为：①公司内部的股权结构；②公司的资本结构；③公司的盈利能力；④公司的人控制度。（2）以上四个方面的因素均能较显著地影响上市公司的对股权融资的偏好程度。（3）公司规模、成长能力、现金流量和公司高层管理人员人均持股数量等因素对股权融资的偏好程度的关系不显著。

刘金霞（2005）从财务原理的角度，针对我国存在的上市公司对股权融资偏好现象，对股权融资和债权融资进行了详细分析，并进一步分析了我国上市公司偏好股权融资的内因。1993至1999年这段时间，股权融资的比例一直稳定在较高水平上，特别是在1997至1999年这段时间出现了73％的股权融资现象。这种股权融资偏好造成股市过强而债市过弱，导致两市发展极不协调，这与西方研究者经过实践验证得出的“啄食顺序”融资顺序定律是有所冲突的。作者认为产生这种变异的股权融资偏好的主要原因是我国市场机制的不完善：1、直接的原因是我国上市公司资本成本的软约束性。2、深层的原因之一则是投资者缺少投资经验，缺乏投资意识，不过这点将会随着我国投资者逐渐地实践操作的成熟而得到改善。3、深层原因之二则是我国资本市场环境的进出束缚较多、不自由，尤其是缺少退市机制。作者经过分析得到：上市公司偏好股权融资过度的行为不利于上市公司的资本结构的优化，其后果是存在相当一部分上市公司的资产负债率偏低，因此不能充分利用、发挥出公司本身的自有资本的使用效率。其次，上市公司在短期内的扩张股本过于的迅速也将对其业绩的提高和改善产生不利的影响，其结果表现为大部分公司将在配售新股或增发新股后，导致公司的主要财务指标呈现负增长，如每股收益率、净资产收益率等。最后，以股权融资为主的公司会出现融资结构过于单一、管理存在缺陷和约束机制不健全等问题。而且导致企业不能发挥债权融资的优势，不能有效地控制股权代理的成本费用，不利于缓解对内部人员控制的严重制约问题等。上市公司要想取得良好的发展就不应该拘泥于单一的股权融资方式，而更应改努力发掘、开拓出多种融资渠道，发挥、利用好其拥有的一切多元化融资优势，充分发挥公司资本的使用效率，使公司得到长远发展。

孙畅（2005）对我国上市公司的股权融资偏好现象进行了一些分析：1.对产生的直接原因的分析。他认为我国上市公司股权融资偏好产生的直接原因是由于

我国资本市场方面的不足和缺陷，体现在以下两个方面：一方面是我国股市投资功能的偏离；另一方面是资本市场出入不自由，退市机制还很缺乏。同时作者也对我国上市公司股权融资偏好问题的解决提出了一些的对策：1.优化我国上市公司资本结构，健全和完善公司管理制度。2.强化我国上市公司对现金分红的约束机制，加强企业的股权融资行为理性程度。3.建立有效的退市机制或者破产机制，形成对资本成本的约束机制。

屈耀辉和傅元略（2007）通过利用Ordered-probit模型的因变量能够排序的特点的研究发现，我国上市公司的外部融资顺序大体上是偏向啄食顺序融资的理论(the pecking order theory)。但是通过进一步的分析却发现，啄食顺序融资理论和偏好股权融资理论都不能得到很好的支持。假设采用沪深股市中的上市公司作为样本，利用Ordered-probit模型来分析我国上市公司的外部融资顺序。通过研究可以得出以下主要结论：成熟公司或者大规模的公司更倾向于权益融资；而相对于不同成长能力的公司来说，成长能力和现金的需求都会成为企业作出同种融资方式选择的主要因素；而相对于不同规模大小的公司来说，随着时机的不同，导致影响企业选择借款融资或权益融资的因素也不同，甚至有可能产生相反的影响。1997年前后的时间里，外部融资方式全部都遵循啄食顺序融资理论：长期负债优先于权益融资。但实际上，高成长性的公司和1997年前的小型公司确实

存在股权融资偏好的现象；而低成长性公司、大型公司和1997年后的小型公司却更倾向于啄食顺序融资理论。所以，我国的上市公司极不完全的支持啄食顺序融资理论和偏好股权融资理论，也不完全的否定啄食顺序融资理论和偏好股权融资理论。

盛明泉和李昊（2010）采用修正后的S-M模型，使用1998年到2006年期间539家上市公司作为样本进行实证检验。研究结果显示，我国上市公司在进行融资行为时，通常会优先选择股权融资，其次是债务融资，最后选择内部融资的方式。由此可见，这一研究结果恰好和融资啄食理论背道而驰。我国的上市公司在内部或外部融资方式的选择中更倾向于外部融资。通过进一步研究发现，低杠杆率和大规模公司的内部融资额（ΔIFit）与财务赤字（DEF）呈现明显的正相关，而高杠杆率和小规模公司的内部融资额（ΔIFit）与财务赤字（DEF）则呈现明显的负相关。而我国的上市公司在股权融资或债务融资方式的选择中更倾向

于股权融资。通过进一步的研究发现，高杠杆率公司对债务融资偏好比低杆杠率公司要来的低，而大规模公司的债务融资偏好则要大于小规模公司。

姜毅和刘淑莲（2011）运用修正后的啄食顺序融资顺序检验模型和Odered

Probit模型来对我国上市公司的融资偏好进行实证检验，实证检验结果表明，我国上市公司对外源融资偏好很显著，并且在外源融资中相对的更加倾向于股权融资。可以看出，我国上市公司的融资行为与Myers啄食顺序融资理论的检验结果有些冲突。作者通过Odered-Probit模型对内源融资、债权融资、股权融资的融资顺序进行了进一步的实证检验，实证检验结果表明，我国上市公司的融资顺序普遍表现为：先采取股权融资、然后是内源融资、最后选择债权融资的方式。作者表明，Odered-Probit模型的影响因素中不仅包括了公司的特征因素，还包括了信贷市场和股权市场上的因素。这些因素中金融机构人民币贷款总和和股票市值这两个指标对公司融资行为的影响力度十分明显。至于信贷市场和股权市场对上市公司的融资行为所产生的影响，就需要通过进一步的深入研究才能够了解。

### **2.2.2** 对中小企业融资顺序及影响因素的研究

萧端（2010）通过对理论和实证进行分析，对我国中小型公司的融资顺序进行了详细的检验，从内生和外生两个方面分别阐述了影响企业融资顺序的具体因素。选取了浙江省Y市周边附近的企业作为研究的样本，并把问卷调查得到部分数据作为研究的依据，最后运用了方差分析和次序逻辑回归（Ordered 一

logisticregression）等多种研究方法，对理论分析进行了实证检验。从中小型企业的现状出发，对我国中小型企业融资顺序的特征进行了研究分析，并且从内生和外生两个方面对影响其融资顺序的种种因素进行了深入的研究：（1）从内生方面而言，企业的成长的能力、盈利的能力、交易的成本以及资金的使用成本等方面，再加上企业的控制权保护、商业秘密保护、资金的可得性等因素是企业在进行融资时所要考虑的重要因素。（2）从外生方面上看，外部制度的约束以及金融环境的约束将会对企业融资行为可得性造成显著的影响。通过对研究结果的分析得到了相应的结论即啄食顺序融资理论框架对我国中小型企业融资行为具有一定程度的解释力。而对于融资排序来说，依次表现为内部股东向亲友借贷、向银行借贷、公司股票的发行、可转换债券的发行、债券的发行以及向民间借贷等方式。本文从以上结果的显示，可以判定中小型企业的融资顺序是与啄食顺序融资理论

框架相符合的。并且从以上结果和前面的统计分析来看，可得出：虽然对于中小型企业而言，随着企业经济实力的发展，对外部融资部分的需求和偏好是比较客观的，但是在融资方式的选择上，仍是以内部融资为主，接下来则是借贷和募股，这就是企业融资的矛盾所在。然而导致这样局面产生的原因，从企业的内部经营管理来看，主要是来自于企业的融资成本和控制权方面；从企业的外部经营管理来看，则来自于企业信贷政策的变换发展、上市条件的高要求等政策和制度的制约对企业的融资方式选择产生了关键性的导向作用。所以，我国的中小型企业融资行为虽然与啄食顺序融资的理论框架相符合，但是也有其独有的特点即企业在融资顺序的选择上具有被动性。

马骥和王心如（2007）以西方资本结构的理论即新融资优序理论框架作为研究的出发点，在信息不对称的前提条件下对非正式金融对我国中小型企业的融资结构的影响程度进行了研究，并由此针对我国非正式金融制度的安排提出了建设性的建议。新融资优序理论认为企业在进行融资时会优先考虑内源融资其次才会考虑外源融资；在外源融资时，则优先考虑采取从债务方面进行融资。并且信息越不对称，则企业的融资顺序与该融资顺序越吻合。所以，针对信息来源不及时的中小型企业来说，这种融资次序更具有其现实意义。因为中小型企业进行融资时所面临的信息具有非对称性的特征，即投资者与企业管理者之间的信息流通是不对称的，这情况就与新融资优序理论所需要的基本前提是吻合的。因此，在这种理论框架下，中小型企业应先采取无交易成本的内部融资方式，其次是采取通过债务融资方式，最后才会考虑对信息的流通程度要求较高的股权融资。中小型企业由于自身特征使得它们很难通过正式金融的渠道获取外部的资金，因此现行的正式金融机制是无法使中小企业的融资需求得到满足。所以，非正式金融则慢慢地成为了我国中小型企业获取资金的主渠道。除此之外，非正式金融机制也具有其特有的一些优势，表现在以下几点：（1）非正式金融制度的地域特点最大程度的使得信息不对称得到缓解；（2）非正式金融制度的利率特点可以有效地提高整个社会的资金配置的效率；（3）非正式金融机制的借贷金额和股权资本可以兼顾到企业的长短期资金需求。马骥和王心如还针对我国非正式金融机制的安排提出了以下几点建议：（1）要消除歧视，认可非正式金融在企业发展中的作用和地位；（2）因地制宜，合理控制非正式金融运用地域范围；（3）做到加强监管，正

确引导非正式金融逐渐健康长久地发展。

胡竹枝、李明月（2005）在研究的过程中引入了模糊数学模糊集中意见决策方法，针对综合各单因子影响的不同融资方式的融资效率分别进行了相应的估算。在对中小企业各种可利用的融资渠道进行排序的过程中，必然有可能会涉及到针对影响因子的研究，对此，胡竹枝、李明月选取了6个典型的因子，包括融资风险、资金到位率、融资期限、融资主体的自由度、资金使用的自由度、融资成本。在研究中针对中小型公司融资方式的选择是建立在对各种影响因素权衡的基础上的综合比较，选取了能够直接综合的可以凭以进行选择的依据即融资的效率。模糊集中的结果表明：（1）企业最优选择应该是自我积累；（2）股票融资偏好是中国中小企业普遍存在的一个现象；（3）在债务融资过程中，中小企业优先考虑通过债券进行融资，其次是通过民间借贷，最后才会考虑银行信贷。

张玉明（2004）提出中小企业相较于大企业具有其独有的特点，如劳务和产品市场风险较大、规模小、信息内部化、可抵押资产数量少、收益的不确定等特征，特别是在其成长初期具有信息不对称和风险等级不一致的特质，这与MM定理及其资本结构理论的假定存在冲突。并且，中小企业也与资本结构理论相悖：实际上，中小企业高度的企业风险所引起的巨大的代理成本及破产成本可能超过了债权融资所引起的节税收益以及风险等级的不同所要求极高的风险折现率，这样就使得中小型企业在融资时将不会优先考虑债务融资而会优先考虑股权融资。同时股权性资本的介入较为充分地解决了信息不对称以及取得了与风险等级基本一致的回报，从而极大地降低了风险等级不同对中小企业在融资方面的消极作用，具体表现在以下几个方面：（1）股权性资本方式的出现将较大程度地解决由于风险与收益对称所导致的问题；（2）有效使股权性资本与公司之间信息不对称的问题得到解决；第三，股权性投资使中小型企业在资金的支持方面得到持续的获得。通过研究，张玉明最终得带了中小型企业融资优序策略模式：优先考虑内部融资，其次考虑外源融资，在外部融资过程中又优先考虑通过股票进行融资其次考虑通过债务进行融资。这一模式具体表现为：自筹资金、留存盈利、非正式金融、风险投资、政策性资金、借债（或发行债券、可转换债券）、发行新股、借债。

### **2.2.3** 对啄食顺序融资理论和权衡理论的比较研究

凌廷友、王甫和周志忠等人（2003）把啄食顺序融资理论和平衡理论进行了实证对比，发现了两者之间的联系和区别，最后在对研究结果进行分析的基础上针对我国经济的发展提出若干建议。两种理论之间的联系在于：1、二者均以

MM定理作为研究基础，是对MM定理的开拓和发展；二者在实际上均对债务融资优于权益融资这一行为做出了认可；2、二者均无法找到一个企业合理、科学的资本结构的标准公式；3、二者对公司的融资方式以及股利政策的引导效果较为一致，并且均获得了经验证据的验证与支持。二者的区别表现在：（1）前提条件假设的不同。在权衡理论当中，假设信息是完整的，考虑的是财务困境成本、税收以及代理成本对企业的融资行为有何作用或影响，因而其讨论的重点是债务的利弊以及如何达到均衡的状态。但是啄食顺序融资理论的假设前提是资本市场的信息不完整；（2）二者的财务杠杆比例的产生因素不一致。权衡理论提出企业负债比例的变动是企业权衡其利弊所得到的的结果。所以，在一定的投资条件下，盈利能力更强的公司期杠杆比例也将更高。但是啄食顺序融资理论认为公司在进行融资时所采用的依据具有一边倒形势的特征，即企业会尽量采用低成本的融资方式，于公司而言并没有一个理想化的杠杆比例。所以，企业的投资超过留存利润时，企业的负债将会随之增加，反之减少，因此企业净现金流量的变化波动将导致企业负债比例也随之发生波动变化。在一定的投资条件下，盈利能力更强的公司在杠杆比例方面反而更低，而相对的高利润留存及低负债比例的公司是具备高融资能力的体现。（3）二者的股利性质及作用有所不同。权衡理论认为发放股利与举借债务二者之间是能够相互替代的，且其效果均能够减少自由现金的流量，进而达到降低权益的代理费用。但是啄食顺序融资理论提出，在某些因素的作用之下，股利发放呈现出稳定的特点，公司现金流量的变化波动关键是依靠债务的收缩来处理解决的。（4）二者之间的负债性质及作用是不同的。权衡理论认为企业负债的用途主要是体现在对税收及委托代理关系等方面所造成的影响上，所以各种负债的内部种类之间并没有较大的差别。然而在啄食顺序融资理论中，在公司负债的内部结构中，相较于高风险债务（如信用债券）方式低风险债务（如抵押贷款或债券）方式往往可以传递出积极的讯息，并且能够使得融资成本得到减少，从而企业优先考虑低风险债务，由此低风险债务成为了仅次于内源融资的

融资方式。

其借鉴意义在于：1、在完善企业内部治理的过程中，应该多关注融资方式对构造企业内部治理结构的作用，并充分利用不同融资方式在企业内部治理中的产生的重要作用。反过来说，想要改善企业的治理，处理当前企业发展及改革进程中出现的各种问题，就必须要至少追溯到资本结构这一源头上来，而不能只是单纯的就事论事。2、经过改善公司股权结构从而实现上市公司治理思路的改善虽然较为根本，但却还是不得不随着国有股减持措施一起，变成一个漫长的探索过程。由此可见，在由于通过改善股权结构从而改善公司治理无法实现的情况下，应该重视和发挥债券投资者参与公司治理的积极作用。3、通过压制上市公司对股权融资方式的过度使用，从而恢复投资者的信心。

### **2.2.4** 茶叶企业融资和茶叶生产的研究

#### **2.2.4.1** 茶叶企业融资

杨江帆等人（2012）针对福建省221家主要茶叶企业进行问卷调查，并对于这些茶叶企业的不同经营管理模式、不同茶叶企业的规模差异化进行实证分析，说明了福建省茶叶企业的融资特征。文章提出福建省茶企业基本上是微小的企业，而且融资与贷款困难的问题比较常见。但是企业要想扩大其竞争力，又需要得到金融行业的鼎立支持。由于目前小微企业在银行贷款的要求偏高，致使茶叶企业的融资渠道受到一定的限制，资金的需求得不到满足，进而影响了茶叶企业的运行和发展。针对福建省茶叶企业独特的地理环境和发展环境，金融服务和模式就应该做到相应的改变。实证结果表明，福建茶叶企业是小微企业，其资金的需求主要通过向银行或者合作社等金融机构进行融资。由于茶叶企业的融资风险较大、融资难，所以要想构建较为完善的福建茶叶企业的制度结构，可以从相关行业的信用保障、金融机构的制度创新和政府政策支持等方面入手。

郑蓉蓉（2012）以2011年7月安溪县民生村新成立的村镇银行为研究案例，结合网上数据和电话访谈，初步的对构建农村茶叶企业金融体系进行了探讨，安溪县民生村镇银行的出现使得探索进一步的延伸到实践的层面。作者从抵押贷款、担保贷款、贷款流程等方面对民生村镇银行的茶叶企叶融资政策的可实施性和普及性以及能为茶农带来的便利性进行较为理性的分析。通过实证分析，可以看到政策对小微企业的融资作用是有效的，在各地也有值得推广和借鉴的作用，

同时对于构建我国新型农村金融市场，促进该农村金融市场的繁荣和发展，提高城乡一体化具有积极的意义。

雷国铨等（2010）对福建省茶业企业的信贷融资制约因素进行问卷调查，以企业的成立年限、企业的员工数、企业的类型、企业的注册资金、企业主茶业行业管理经验以及企业资产利润率、资产负债比、贷款用途等14个变量运用因子

分析找出主要制约因素，上述的样本数据来源于2009年福建省170家茶业企业的问卷调查以及通过电话访谈获得。通过调查得出福建省茶企的信贷融资主要受到金融机构自身的供给能力和茶企自身对资金需求的约束。调查分析结果表明，能够制约福建省茶业企业信贷融资的因素有：企业主的素质、企业的规模歧视、企业类型的歧视、信用等级制度的建立不健全、企业的创立时间。其中，企业主综合素质和信贷用途与方式是企业信贷融资制约因素的主要部分。

詹志灵（2010）在分工协作理论、规模经济理论、利益引力理论、产融结合理论以及融资体系的相关理论基础上整理出制约福建省茶叶企业信贷融资的因素并进行问卷调查，得到的数据再通过因子分析，筛选出福建省茶叶企业信贷融资的主要制约因素，最后以企业家的素质、贷款的用途及其方式、企业的资产利用率、风险的类型、贷款的利率、企业人财的规模、企业的类型、企业的成立时间为自变量建立多元线性回归模型进行分析。实证分析结果表明，企业贷款受到企业主的制约；企业规模歧视；企业类型歧视；信用等级制度不够完善；企业创立时间越来越关键。作者经过进一步的分析得到：中小企业的核心是企业家的素质；企业注册资金和员工人数备受银行等金融机构的关注；银行等金融机构越来越重视企业的成立时间。

林佩瑶（2010）采用规范分析和实证分析的方法，以啄食顺序融资理论和权衡理论为基础，通过对雅安市茶叶企业融资进行分析。作者认为由于融资途径的不同，融资成本、融资风险和税收方面也都不尽相同，衡量企业融资行为是否合理的一个重要标志是，企业能否选择最佳的资本结构和融资结构，使企业经营效益最大化。该文章以资产负债率为自变量，以净资产收益率为因变量建立回归方程进行验证分析。分析结果表明由于有代理成本、税收和破产成本的存在，一定程度上提高负债比例可以提高企业经营效益，也就是说财务杠杆比率与效益之间存在着正相关关系。该文章也对企业的资金运用、融资渠道、银行贷款融资进行

描述性统计，进一步分析了企业融资困难的原因；同时作者还运用多元线性回归对样本数据进行处理，分析了融资结构与经营效益的关系。分析结果表明企业融资方式的单一以及过度依赖内源融资、贷款是企业的主要外源融资方式和资产负债率偏低的结论；作者还对2007-2009年三年的财务数据进行研究，表明资产负债率与经营效益存在显著的正相关关系。

梁劲锋（2010）运用2008年福建省188家茶叶企业问卷调查与访谈结合得到的资料，以此来建立多元线性回归模型，总结出了影响茶叶企业融资需求的显著性因素，从而得出企业抵押贷款影响茶叶企业信贷的效果是显著，这是由于企业抵押贷款时一般需要提供价值比贷款金额高的抵押物，这样才能确保在企业在无法偿还贷款的情况下，金融机构可以变卖企业借贷时提供的抵押物来收回贷款，从而使贷款风险得到降低的结论。作者认为拥有省级以上名牌的茶叶企业，从商业银行或者其他金融机构获得融资的可能性更高。同时也认为茶叶产业信贷风险大、融资困难的原因主要有：茶叶企业容易受自然条件影响、信贷回收的周期比较长、信贷抵押品的缺乏、茶叶企业规模零散等。

董振雄（2010）在界定理性人、茶叶企业等概念的基础上，选取茶叶企业自身特性、茶叶企业主特性、金融机构因素及宏观环境等方面因素，对影响福建茶叶企业信用风险的因素进行描述统计和理论分析。从茶叶企业层面以茶叶企业自身特征、茶叶企业主特征、金融机构因素、非正规信用风险因素及宏观环境因素为自变量，以对福建省茶叶企业的信用风险的影响高低为因变量，建立Probit模型进行实证分析，从而得到影响福建茶叶企业信用风险的显著因素。实证结果表明：茶叶企业主特征、茶叶企业自身特性、金融机构因素、非正规融资因素及宏观环境中的企业主行业管理年限、企业经营时间、企业性质、企业类型、企业财务状况、企业信用等级、担保形式、非正规融资风险利率、国家金融环境等因素与福建省茶叶企业的信用风险呈正相关，并且影响程度较高。根据影响福建茶叶企业信用风险的显著因素，作者通过了层次分析法，依据建立指标的科学性、针对性、相关性、公正性、合法性、全面性、重点性和可操作性等原则构建茶叶企业信用风险评价体系。作者还通过评分数据得到的433家茶叶企业中，得分在

60分以下的195家茶叶企业的信用程度都很一般，偿债能力也是一般，这些企业的经营波动非常大，对企业履行合同能力有影响也比较高，违约的风险也较高。

因此，茶叶企业很可能会存在信用问题。同时作者也在企业的历史数据的监测和评价基础上，建立起茶叶企业的信用风险预警模型。以“绿、黄、橙、红、黑”来代表企业信用风险的程度，五种颜色分别代表“低风险、较低风险、中等风险、较高风险、高风险”，并以此建立分层次渠道的风险处理机制。

#### **2.2.4.2** 茶叶生产

余文权等（2012）对安溪县的98家茶叶企业进行问卷调查，利用政府政策扶持的完善度、涉茶行业发展前景、涉茶行业预期收益能力、茶叶市场的发展前景、茶叶产业增长速度、茶叶产业收益能力、成立年限、企业规模、所有制形式、政府关系良好度、经营管理能力、技术难度、人员充裕程度、资产利润率、资产负债率、主营业务收入增长率等因素为自变量，以茶叶企业涉茶多元化经营意愿为因变量建立多元线性回归模型，对茶叶企业关于涉茶的多元化经营意愿的影响因素进行实证研究，提出政府可以通过培养与扶持茶业龙头企业，加大对人才的培训力度，同时奠定涉茶多元化经营的基础。实证结果表明：企业规模、人才充足度、涉茶行业预期收益能力、资产负债率以及主营业务收入增长率与茶叶企业涉茶多元化经营具有显著的正相关关系，茶叶市场前景、技术难度、茶叶产业收益能力与茶叶企业涉茶多元化经营具有显著的负相关关系。可以看出，安溪县茶叶企业的茶叶产业获利能力与市场发展空间有较好的前景。

杨江帆（2011）抽取福建省383家生产有机茶的茶叶企业进行问卷调查，以茶叶企业主要管理人员个人特征，如年龄、性别、是否党员等，以茶叶的市场特征，如基地面积、所在地、注册资本等，以茶叶的市场特征，如是否出口和销售均价等，同时以政府特征，如是否有促进有机茶生产的产业政策等为自变量，以是否生产有机茶为因变量建立二元Logit模型对获得的数据进行回归分析，目的是找出影响福建省有机茶生产的选择行为的因素。调查结果表明，茶叶企业的注册资本、成立时间、自有基地、茶农基地、员工人数、原生态生产基地和茶叶企业主要管理人员的性别、受教育程度、是否党员、茶叶行业工作年限等因素对茶叶企业选择有机茶生产意愿的影响关系不够显著。而企业的员工人数、注册资本、成立时间、茶农基地、原生态生产基地和茶叶企业主要管理人员的受教育程度、茶叶行业工作年限系数为正，自有基地、茶叶企业主要管理人员的性别和是否为党员系数为负。规模化效应因素、品牌因素等是福建省有机茶生产选择的主要影

响因素；而劳动力、资本和技术的投入对茶叶企业有机茶的实现更高的经济效益具有显著的作用。

吴亮宇（2007）通过循环经济的发展模式，从可持续发展的理论入手，提出了用循环经济促使福建茶叶产业发展，进而分析了以循环经济为基础的福建茶叶产业可持续发展的原则和经营模式，并从茶叶企业、社会和循环型生态茶叶园区三个层面对以循环经济为基础的茶叶产业可持续发展和经营模式进行了初步的探讨，提出了利用循环农业、清洁生产和衍生产业链等手段来发展茶叶产业的循环经济理论。作者还运用西方经济学、技术经济学、茶叶科学以及循环经济理论等有关理论结合实地考察进行分析，认为以茶叶产业为主建立循环的资源产业链，利用物质资源产业系统，开展对资源的合理利用，深层次开发和多层次发展自然资源，这样既能增长经济效益，又能改善生态环境。该实证分析结果表明，福建省茶叶产业品牌效益不高，茶叶产业化程度低，技术创新能力缺乏，茶叶产业管理和服务机构不够完善。这些问题影响了福建省茶叶产业的进一步发展。同时在茶叶产业中引入循环经济这一概念，在可行性分析的基础上，提出利用循环经济发展福建茶叶产业的生产模式、措施和途径，并对茶叶的生产和销售进行同步的设计，实现自然和物质资源的循环利用，从而实现自愿节约与实现经济效益统筹兼顾。从而促进福建省茶叶产业结构进一步优化，产业链多方面延伸，产业化程度深层次提高。

管曦（2004）通过对茶叶竞争力和技术创新的关系分析，指出大宗茶在茶叶发展的趋势上，将渐渐地失去市场竞争力，而深加工的茶产品、名优茶和有机茶等茶叶产品将慢慢的展现它们自身优秀的潜质。作者认为在以企业为主体、开放为前提的基础上，才能完善茶叶技术的创新。福建茶叶企业在产品的差异化上具有相对的优势，但这种优势受到生产技术水平的制约而得不到进一步的发挥；福建茶产品生产技术发展的滞后使得在国际市场竞争力方面大大的减弱。作者进一步指出福建茶叶产品应该往茶叶质量和附加值方面进行技术创新。同时应该在政府的宏观调控下，加快茶叶技术创新的步伐，构建有利外部环境和谐发展的技术创新机制。

李清光（2012）运用国际贸易理论和产业经济学理论等经济学原理，采用了定性研究和定量研究相结合、抽象分析和比较分析等方法，对我国茶叶的生产、

销售等竞争力进行了系统研究。提出发挥茶叶的资源禀赋，在比较优势基础上实现利益的增长；通过技术创新，实现茶叶产品的质量的保证和科技含量的提高；发挥茶叶市场营销作用，在终端环节上占据更多的市场并从中得到的比较利益，实现利益的可持续增长的目的。作者还对比较优势、净出口指数和产业内贸易指数计算和比较，细化了分析对象。针对不同茶叶包装的国际竞争力以及比较优势进行了进一步的分析，得到绿茶是中国最具有竞争优势的茶叶结论。另外，作者也通过数据对中国茶叶市场实力的进行实证，该数据的样本区间为1993-2009年，其中绿茶SITC (Rev.3) 07411的进出口数据取自联合国UN Comtrade数据库。从市场营销角度，比较分析了中外茶叶营销渠道和营销理念。通过对联合利华立顿进行案例分析，得到不同性质的茶叶企业的出口价格和我国茶叶企业出口的平均价格的动态关系。

## **2.3** 小 结

国内外学者对融资顺序的研究主要是验证两个理论：啄序理论和权衡理论。研究对象大多是上市公司，但国外在对非上市公司的研究要比中国多，这主要是发达国家有着比较全面的中小非上市公司的财务数据，而中国则不具有，但也有中国学者在这方面作了有益的尝试，如萧端（2010）。不同的模型及不同的替代变量选择可能会导致结论的不同。目前针对茶叶企业的融资顺序研究尚未看到。

# **3** 理论发展及评述

## **3.1** **MM**理论

现代企业融资理论始于Modiglianit和Miller（1958）资本结构无关说。这之前，不存在普通接受的资本结构理论。他们认为，一个公司的资本结构跟公司的市场价值无关的前提，即公司的投资政策和融资政策是没有关联的，假设不收取公司所得税和个人所得税且公司不存在破产风险，资本市场能够完全有效运行，也就是说公司的市场价值不受公司的资本结构影响。这就是MM理论阐述的基本思想。

这篇论文的结论是清晰而又有争议的。作为一个理论问题，在一系列的条件下，可以证明资本结构无关。有两种根本不同的资本结构无关的命题。经典的套利无关的命题提供了一套设置，凭此设置套利的投资者保持公司的独立价值。除

了Modiglianit和Miller，做出重要贡献的还有Hirshleife(r

1966）和Stiglit(z

1969)。

另一种资本结构无关说是和多重均衡相联系。在这种模型，均衡条件受到市场债券和股票总量的限制。但是这个模型并没有指出这些总量如何在企业中分配。Miller（1977）在他的经典论文中进一步探讨了在同时存在公司所得税和个人所得税的情况下，公司价值受资本结构的影响。米勒认为，公司必须通过劝服部分股东成为债权人，让他们将原有的股权来购买债券以使公司能得到免税优惠。这样的做法关键在于使债券收入税率高于股息和资本利得税率的投资者得到转换。因此，使投资者获得的债券税后收益高于股息或资本利得的税后收益的解决方法就是提高债务利率，使投资者获得的债券税后收益不低于股息或资本利得的税后收益，而公司债券利率提高的空间可以从债权融资的税盾利益中挖掘。这样，从理论上讲，只有在公司的税盾收益等于由投资者所承受的个人所得税时，公司的股权能够较为充分的转换为股权。此刻，公司股权与负债的均衡状态就形成了。

米勒（1977）将公司所得税和个人所得税纳入研究范畴，在一般市场均衡条件为出发点得到了公司的均衡资本结构理论。米勒的观点认为，虽然公司负债、权益比率的增加可以提高税后收入，并且债券投资者和股权投资者从公司获得的收益会随着公司税后收入的增加而增加，但是公司的市场价值并不一定会随着公司的投资方式的增加而增加。原因主要是考虑到个人所得税，债券的利息收入必

须由债券投资者支付，当公司倾向于通过负债融资的方式减少股权投资，以负债利息方式进行支付，在比例上将超过以红利、股权的资本利得方式进行支付，这样会使债券投资者利息收入的税负加重，并且促使投资向公司要求更高的利息率从而减少负担，但是这样做的结果是公司负债融资的税收优势会因此而大大降低。总而言之，投资者税负增加恰恰与公司税收减免的好处相抵消。他最后证明了实行累进税制对于公司整体来说，存在一个均衡的负债权益比率使得任何一个公司的市场价值与其资本结构无关的结论在均衡的情况下仍然是成立的。类似企业水平上的资本结构无关说可以在Auerbach和King（1983）找到。

1958年的这篇论文推动了重要研究，在理论和经验上，反驳资本结构无关说。研究显示，Modiglianit和Miller理论在许多情况下失败。最常见的情形包括考虑税收、交易成本、破产成本、代理冲突、逆向选择、缺乏融资和运营之间的可分性，随时间变化的融资市场机会，投资客户的影响。假设上述因素都可获得，提出不同的理论就不奇怪了。

作为经验命题，Modiglianit和Miller理论不容易得到检验。债务和企业价值都是内生的，受到其他因素如利润、抵押和成长机会的驱动，不能通过债务价值回归，建立一个理论的结构检验。但是鉴于一些因素和公司杠杆之间存在可靠的经验关系的事实，当不能证明理论的真伪，那刻画企业如何融资是否也变得不可能呢？

尽管最初的MM定理看起来与现实世界的直觉结论相距甚远，但是，MM定理及其扩展所揭示的负债在融资决策中的意义，对公司的资本结构决策做了非常有意义的分析，其结论对于理解公司价值的源泉开拓了新的研究视角，从而成为现代公司融资理论公认的经典分析范式和基础。

## **3.2** 权衡理论

毫无疑问，MM理论不仅在理论上具有重要意义，而且其严密的逻辑推理也同样令人信服。但是，它在显示出重要学术价值的同时，在现实世界中的应用价值却让人难以信服，因此在发表后引起了广泛的关注。MM理论的一个核心是强调了负债能为公司带来税盾收益，但是在实践中几乎没有一个公司仅考虑负债的税盾收益而不考虑由此可能增加的风险成本。因为负债的本息构成了公司的债务，如果不能及时清偿，将使公司面临财务拮据，甚至面临破产危机，而且，公

司债务融资比例越高，固定利息支出就越大，需要公司掌握足够的现金流，维持公司财务稳定和经营难度也就更大。结果，发生财务拮据的概率也会越高，公司价值由此也会下降。因此，存在最佳资本结构点，即债权融资造成的边际税盾收益和边际财务危机成本相等的点。

最初的权衡理论产生于MM理论的争论之中。当考虑到公司所得税，这将产生债务收益，就是税盾。如果公司的目标函数是线性的，没有债务的补偿成本，公司会进行100%债务融资。

按照Modiglianit和Miller从税收角度向现实世界进行的扩展，Miller模型的最终结论表明了税盾效应最终对公司资本结构决策仅仅具有有限的解释能力。事实上，MM理论中有些模型的假设条件是可以放松的，且放松后结论保持不变。这意味着在发展MM模型的过程中，还必须加入一些税收之外的其他因素。在

20世纪70年代，金融经济学家将研究的视角主要放在了与债务融资有关的税盾收益与破产成本上面，其结论就大为不同了，从而形成了资本结构的“静态权衡理论”。

### **3.2.1** 静态权衡理论

标准的静态权衡理论是由Bradley等（1984）提出的。假定的税收结构并不严格真实。例如，税种是动态的，在单一时期模型不能正确表现。然而，这个模型却包含了美国税种的重要方面。

投资者风险中性，面对来自债券的期末财富的累进税率，红利和资本收益采取单一不变税率征收。风险中立诱导投资者投资在更好预期的税后交易的那个证券。

公司期末面临不变的边际税率。该公司扣除利息及本金支付，但投资者要支付收入税。存在非债务税盾，将不能进行跨公司和跨国套利。如果公司不能支付已承诺的债务，这将导致重大财务困境成本，即“馅饼缩小”了。

假设*c* 公司收入的不变边际税率，*pb* 投资者债券收入的累进税率，*ps* 

投资者股票收入的税率，*X*期末公司税前债务支出，*k*期末公司违约债务的

价值损失比例。*X* *B*/ *c B*期末应付债务，非债务税盾收益， *f*

险免税收益率，*f**X**X*的概率密度，*F*.累积概率密度函数。

无风

表3-1给出了公司不同收入水平下的股权人和债权人的回报，列项‘total’表示公司总收入，用*X*表示，如果公司收入是负数，债权人和股权人放弃要求，即不支付债务。如果收入为正，但不足以付债额*B*，股票不发行，债务接管，并损失*kX* 。

**表3-1 公司不同收入水平下的股权人和债权人的回报**

**Table** **3-1** **revenue of shareholders and creditors under different income levels in the company**

*Total* State Debt *Equity* *Tax* Loss

*X* *X*  0

0 0 0 0

*X* 0  *X*  *B*

*X* 1 *k* 

0 0 *kX*

*X* *B*  *X*  *B*  /  *c*

*B* X *B* 0 0

*X X**B*/ *c*

*B X**B**c**X**B*

*c**X**B* 0

如果公司收入大，可以股票不违约，剩下的问题是收入是否低至非债务税盾可以补偿税债。上表的最后一种情形是税额不一样。在最后情形下（高收入），企业可以充分利用非债务税盾（ ），因此股东可获得*X**B**c* *X**B*。在倒数第二种情形下，收入不是足够高，非债务税盾不能充分利用，结果无税额支付，股东收入为*X**B*，这收入临界点为*X**B* = *X**B**c* *X**B*， 即

*X* *B*/ *c* 。

债权人在不同情形下的所有税后收益的市场价值为：

*pb*    

1 *B*

*V* *Bf X dX* *X* (1*k*) *f* ( *X*) *dX*

（1）

*B*  1





*f*



  *B* 0 

股权人在不同情形下的股票市场价值为：

1

*ps* 

*V* 

*X**B*1

*F**X**dX* 

*B*/c*X**B**f* ( *X*) *dX* 

（2）

*S*  1

 *f*



*c*

*B*/

*c*  *B* 

*VS*和*VB*之和，即是公司的价值，*V* *Vs**VB*，公司的最优杠杆*B*由公司价值*V*

最大化决定。*V*最大化决定公司的杠杆B是传统观点，但不是无问题。如公司可能会使边际福利最大化，控股股东的利益最大化。结果表明，最优问题，最优价值点可能会落在内部工是边界上。如果最优方案在内部，则由*V*对*B*一阶导数决定。一阶导数为0，有：

*V*1*pb*1

(1*C* )(1*ps* )(1*ps* ) *c*

*F* (*B*

*B*  1



*f*

 



*F* (*B*)1



(1



*Pb* )



1*pb*

/ *c* )*F* (*B*)*kBF* (*B*)



（3）在这个表达式中的第一项表示的债务的边际净税收利益，第二项代表当收入

小于税盾时，浪费利息税盾的概率增加。第三项表示预期财务困境成本的边际增加。公司决策涉及边际债务税利和边际相关杠杆成本的均衡。上述模型对每个参数再进行一阶微分，显示：

1．财务困境成本（*k*）的增加会降低最优债务水平；

2．非债务税盾（）增加会降低最优债务水平；

3．股票收益的个人所得税率（*ps*）增加最优债务水平；

4．在最优的资本结构下，边际债权人税率（*pb*）增加会降低最优债务水平；

5．风险效益（）是模糊的，即使假定不确定属正态分布。“合理”的参数值，Bradley et al.（1984）认为，债务率和波动率呈负相关。

尽管在部分预测是在直觉上是合理的，风险对杠杆效应的模糊还是令人吃惊。这种模糊也出现在其它模型中。

检验这个模型面临困难，因为这个模型中的主要要素不能直接观察。因此，必须使用替代变量。当Bradley et al.（1984）发现非债务税盾的和预测符号相反时，不清楚是理论缺陷还是替代变量缺陷导致的。

这个权衡模型是静态的，尽管现实世界的企业是多期经营。数据检验需要一些辅助性的假设。检验这个理论有两个方面特别重要：留存收益的作用和均值回归的解释。

建立的模型没有留存收益，该如何解释留存收益呢？在一个层面，可以说留存收益直接出现在单期模型中是不合适的。虽然这一说法有些道理，但相当苛刻。理论总是简单化。留存收益表示内部股，高利润企业可自动生成这种内部股。

除非采取补偿措施，企业利润越大，杠杆越低。这种内部只停留在概念上，和二次股票发行不同。

通过构建，这个理论与均值回归无关。该模型具有杠杆解，但没有给企业留出债务调整的空间，即这个模型没有引入目标调整概念。这就是要将静态权衡理论基础和目标调整假说分开来的原因。无论是支持或反对均值回归的证据都不适合静态权衡理论，他们是独立的问题，动态预测来源于动态模型。

静态权衡理论综合了税盾效应和破产成本学派的观点，认为公司最优资本结构就是在债务的税盾效应和破产成本之间的权衡。这个理论的两个方面没有纳入模型，导致了研究者对这个理论的相当不满，一些学者已将注意力从税收和破产成本转移开来（例如，Jensen和Meckling（1976），Myers（1984）），许多年来，企业财务论著已从另一条研究路线展开。最近几年，一些学者又重新考虑税收和债务成本，但是企业经营不在单一时期，这导致“动态权衡理论”。

### **3.2.2** 动态权衡理论

重建一个认可时间因素的模型需要考虑在单一时期模型被忽略的一些方面，最重要的是预期和调整成本的作用。在一个动态模型，正确的融资决策通常取决于企业在未来一段时期内预期融资融券。一些企业预计在今后一个时期支付资金，而另一些人希望筹集资金。如果要筹资，他们会采取债券或股票融资。更一般地，企业两个都会采取。下面从两个例子说明动态融资决策的潜在重要性。

例子1：

考虑一个高利润企业，不去筹资，反而计划给股东分红。他今天可以分红，也可以保留这些资金，以便未来分配。企业该怎么办？答案取决于税率和企业相对于股东直接获得收益的收益率（明显，这个观点和Modiglianit和Miller（1958）很大不同）。假设，高利润企业的投资机会可能要比股东的投资机会更好，这会导致企业会保留资金，尽管企业面临着比股东更高的税率。企业利润越高，这种可能性就越大。这个例子暗示，利润高的企业应比利润低的企业保留更多的收益。因为留存收益可看内部股票，因此估计高利润企业有更低的杠杆。

例子2：

假设一个企业在某个时期有比投资还要多的资金。企业估计投资期为1至 2

年，两年后，他需要资金。如果企业免税，他会在今天支付过多的现金给股东，

而当他需要资金的时候，他会发行新股。但有税收打进了一个楔子，给股东分红会引起股东交税。税额相当于双程票价是昂贵的。分红而后发行新股，结果给股东增加了税负。然而如果企业保留收益，不分红，却可以避免股东税负。因此，税负直接导致了企业保留收益。

这两个例子不是完整的理论。它仅想说明是这样一个事实：动态权衡理论是以一种有趣的方式从静态权衡理论中分离出来。

早期建立动态权衡模型似乎遇到了技术上的困难，处于理论中心的逆向选择和代理问题带来了一丝阳光。如今，学者还在努力解决动态模型出现的不确定性和破产。动态模型使得权衡理论比先前理论更好的解释企业的融资活动。

动态权衡理论一个重要的先驱者是Stiglitz（1973），他从公共融资角度考察了税收效应。Stiglitz模型不是权衡理论，因为他跨了一大步，去除了不确定性的假设，当然，这显得过于简单化。他的分析考虑了个人和公司两种税，突出了这两种税有趣的不对称。在内部支付不需征税，在外部支付则需征税。对合理的参数值，Stiglitz的基本结论是企业会尽可能会用留存收益给投资融资，通过发行债券来融资投资超出留存收益的部分。观测到杠杆率是“企业投资史和利润的偶然性结果”（Stiglitz, 1973, 32 页）。换句话，它的结论就是我们今天所称的啄食顺序。

第一个将节税和破产成本均衡考纳入动态模型的是Kane et al.（1984）、

Brennan 和Schwartz（1984）。他们用不确定性、税收和破产成本，但没有交易成本分析了连续时间模型。由于会通过无成本的再平衡应对不利冲击，企业会充分利用节税而保持较高的债务水平。这些模型得到了Miller（1977）的改进，因为权衡理论预测的债务水平要高于大多数企业的实际水平。

为了避免了不切实际的快速平衡问题，Fisher et al.（1989）引入交易成本分析动态资本结构。由于交易成本，公司允许其资本结构进行变动。当其杠杆太离谱，公司采取了离散再平衡。他们认为在平衡上限和下限之间进行调整，因此资本结构调整是一个“S”形。当企业赚取利润，偿还债务。如果达到更低的杠杆限制，该企业改变资本结构。如果企业亏损，负债增加，它将再次允许杠杆调整，直到达到边界。因此，当我们看一个大面板数据，大部分的数据反映了杠杆变动而不是主动平衡。这解释了利润和杠杆负相关的经验观察。

Fisher et al.（1989）解决了数字模型。他们的模拟结果表明，即使是很小的交易成本也会导致平衡的延迟和债务比大范围的变化。数值的解决方案有一些合理的特征。债务的税收优势体现在企业所得税增加和个人税率的下降。大波动性意味企业杠杆的浮动范围增加，意味着企业当达到边界，通过资本结构调整，来减少调整目标。因此，波动性和平均杠杆呈负相关。Leary和Roberts（2005）认为，Fisher et al.的模型能够部分解释企业杠杆动态变化。更具争议的是，Fisher et

al.的模型显示，经营良好的企业最终会冲破融资障碍，导致大量债务。因此，经 营良好带来债务问题。

Frank和Goyal（2006）描述了动态权衡模型的一般思想，即无论下一时期的最优结构是什么（是筹集资金还是进行支付？是通过股票筹集还是通过债务融资？），今天的最优融资选择取决于所预期的下一时期的最优资本结构。由于不同的动态权衡模型所强调的成本不同，其所得的结论就有所不同。

为了理解最近的动态权衡文献，根据论文中的假设进行为类。一个重要的分界线是投资的处理。经典的分析，如Modigliani 和Miller（1958），Kraus 和

Litzenberge（r 1973）将公司的现金流量作为外生变量。许多权衡模型如Kane et al.

（1984），Ficher et al.（1989），Goldsteine et al.（2001），Strebulaev（2007）也将企业现金流动作为外生性变量。然而，这很有可能是投资，因此，企业的现金流取决于在企业如何融资。因此，一些论文将投资和融资一起考虑，突出学者有

Brennan和Schwartz(1984)，Mello和Parson(1992)，Mauer和Triantis（1984），

Titman和Tsyplakov(2007)，Hennessy和Whited（2005）。

如果企业的收益是随机的，并且和杠杆无关，那么企业必须决定该如何处理年景好时的多余现金。一般假设多余现金分配给了股东。许多论文并没说企业现金付多少，保留多少。例如，Brennan和Schwartz（1984），Titman和Tsyplakov

（2007）假设企业将支出全部资金。这个假设明显地限制了权衡理论针对留存收益这个重要问题的经验解释。Stiglitz（1973）和Hennessy和Whited（2005）在这方面做出了令人较为满意的回答。

不同论文的税收系统假设不同。Kane et al.（1984），Fischer et al.（1989）和Titman Tsyplakov（2007）省略了企业支出税。Goldstein et al.（2001）和Strebulaev

（2007）假设当企业发行股票时，股东享受了税收折扣，他们认为税收是线性分

布。相比较而言，Stiglitz（1973）和Hennessy和Whited（2005）区分了企业税和投资者收入税的分布。

动态权衡模型也可以用来衡量推迟下期杠杆决策的选择价值。Goldstein et

al.（2001）考察了低杠杆企业在将来有增加杠杆的选择权。他假设，未来杠杆增加选择权有助于降低当前的最优杠杆水平。Strebulaev（2007）分析了一个和Fischer et al.（1989）和Goldstein et al.（2001）非常相似的模型。如果企业由于交易成本使得最优融资有时段性，大部分企业的债务率会比大多数时间的最优债务率要低。这个模型对企业短期股票价格波动不敏感，对长期更敏感。

Hennessy和Whited（2005）考虑了存在公司和个人税的情况下，融资和投资的相互作用。和其它早期的文献相比，企业不是被迫支付资金，因此，可以动态地分析本节前面的两个例子。他们发现，最优杠杆具有路径依赖，高利润企业倾向更低杠杆。另一个相关的论文考虑了投资和融资决策的相互作用

（Teserlukevich（2006）），它引入真实摩擦发展了动态结构权衡模型。在这个模型中，当公司股票有正向需求，股价上升，因为真实摩擦，投资延缓，导致杠杆下降。因为税收，当企业投资，会发行债券。将这些真实的摩擦纳入到企业融资决策的动态模型，Teserlukevich能够解释一些经典事实，如杠杆的均值回归和不依赖于交易成本的杠杆率和盈利能力之间的反比关系。

Leary和Robert(s 2005)，Strebulaev（2007）进一步发展了Hennessy和Whited

（2005），Fischer et al.（1989）的模型，似乎能够解释Baker和Wurgler（2002）和Welch（2004）。

Goldstein et al.（2001）和Hennessy和Whited（2005）的模型有助于解决Kane et al. (1984)，Brennan和Schwartz（1984）发现的高债务问题。

Lewellen（2006）认为，如果企业回购股票，由股东支付的税负取决于当初 购买股票的资本利得。因此，企业最优融资取决于他们的股票价格多长时间翻一翻。有着许多长期投资者的企业要比有着许多短期投资者的企业更不情愿对股东征税。

动态模型反映了思想共识。今天最优的融资选择取决于下期何为最优。下期可能是筹资或是付款。如果是筹集新的资金，债权融资或股权融资可能是最优的。下期何为最优有助于确定当期最优。通过强调不同的成本，不同的动态模型得出

的结论不同。

企业回报率需要和投资回报率进行比较的想法很普遍。交易成本和税收的存在，插进了一个楔子，钱何时留在何人手上的问题在许多模型中不断出现。

如前所述，企业收给投资者付款会引发不对称性征税，因为，投资者对企业进行投资却不会被征税。这种不对称性出现在许多模型中。税收和交易成本造成了一个楔子，冲击难免，路径依赖解决方案由此产生。

最近针对权衡模型的研究很多，对他们结论的作出的任何判断都是暂时性的。这项工作已经从根本上改变我们的均值回归的理解，利润的作用，留存收益的作用，与路径依赖。因此，权衡模型似乎比几年前更有前途。

## **3.3** 啄食顺序理论

我们已经知道，从詹森和梅克林（1976）开始，该研究的成果是在莫迪利阿尼和米勒（1958）对静态权衡理论研究的逻辑基础上，与代理成本概念相结合而产生的。由于现代公司运转的一个主要特征是公司经营权和所有权的独立，代理成本产生的原因除了是以股东为代表的内部人对管理层的委托-代理关系之外，另一个原因在于公司的其他利益相关者即外部人与公司内部人即管理层，他们是基本的潜在股权和债券投资者之间存在信息不对称的原因。

在理想的情况下，只要在管理层和外部利益相关者之间信息是完全透明的，没有实现有效监控的信息成本，就可以将这些代理成本降低到最低限度。

但是，在现实的公司运行中，资本结构与信息不对称问题之间的关系却是非常重要的，更是必须加以考虑的一个重要因素。一方面，自从詹森和梅克林（1976）基于“代理问题”的资本结构理论问世以来，股权与债权两种融资手段所表现出的在财务、公司治理和法律方面的特性差异在代理理论的研究框架中得到了确认与强调，进而明确了公司资本结构的选择作为股东和债权人在监控董事和管理层行为方面的作用；另一方面，由于公司管理层作为内部人与作为外部人的公司股东和债权人之间存在的信息不对称性会直接影响公司决策。而作为公司决策的一种结果，公司融资、投资和风险管理等财务政策的决策或实施也就必然会受到信息不对称性的影响。

因此，詹森和梅克林（1976）关于资本结构的代理成本理论分析实际上为后来理解资本结构决策中信息不对称性的作用提供了一个理论基础。事实上，管理

层与公司股东和债权人之间的信息不对称对他们决策以及代理成本本身的影响具有非常重大的意义。

啄食顺序的定义是如果企业内部融资优于外部融资，债券融资优于股票融资，那么企业遵循啄食顺序。啄食顺序理论起源于Myers（1984），Myers 又受到早期包括Donaldson（1961）在内的制度学文献的影响。Myers（1984）认为，逆向选择暗示，留存收益优于债券，债券优于股票。这种排序（指融资顺序）是Myers和Majluf（1984）模型中的逆向选择导致的。其实排序原因较多，包括代理冲突和税收。

啄食顺序可能有不同的理解方式。倾向内部融资是什么意思？是指企业用尽了一切的内部融资资源才发行债券或股票？或是指“其它相同情况下”，企业最大进行内部融资后才进行外部融资？如果“优先”解释为“其它相同情况下”，那么对这个理论的任何检验取决于对“其他相同情况下”的规定。

即使在筹集外部资金时，大多数企业也会持有一内部资金（现金和短期投资），这是显而易见的，以至很少考虑检验啄食顺序。隐含的假设是持有现金的原因是交易的需要。因此，当解释相对使用内部和外部资金时，几乎所有的讨论都含有“其它相同情况下”。

该定义的第二个问题涉及债权与股权的偏好。正如我们所看到的，这个理论的最初主张是：如果债券可行，就永不发行股票的严格解释。很明显，这样严格的解释不仅是可驳倒的，而且遭到反驳的啄食顺序理论的支持者会越来越转向对“其他相同情况下”的解释。不同论文“其它相同情况”的版本不同。当然，如果检验依靠“其它相同情况下”越多，由啄食顺序解释的数据就越少。

股票在何点发行？严格的解释暗示：IPO（股票首次公开上市）后，不应该发行股票，除非股票由于某种原因变得不可行。引出了债务容量的概念，它是指啄食顺序下，举债能力达到了债务的极限，而考虑发行股票。显然，这提出了定义债务容量问题，现有文献并没有一致的定义。几篇最近的文献利用已有的因素来检验权衡理论从而定义债务容量。当然，这导致对结果解释的困难。

啄食顺序模型来源于逆向选择，代理问题和其他因素。啄食顺序理论似乎有几个共同的特征。第一个特征是企业目标函数线性，这助于理解成本驱动拐角方案的结果；啄食顺序模型的第二个特征是模型相对简单，啄食顺序层次结构相对

简单，复杂的模型不可能有简单的解决方案。当很多事情都考虑在内，一个更复杂的事情就要发生。这样看来，啄食顺序模型更倾向说明性，而非统一性。

### **3.3.1** 逆向选择

但是，在现实的公司运行中，资本结构与信息不对称问题之间的关系却是非常重要的，更是必须加以考虑的一个重要因素。一方面，自从詹森和梅克林（1976）基于“代理问题”的资本结构理论问世以来，股权与债权两种融资手段所表现出的在财务、公司治理和法律方面的特性差异在代理理论的研究框架中得到了确认与强调，进而明确了公司资本结构的选择作为股东和债权人在监控董事和管理层行为方面的作用；另一方面，由于公司管理层作为内部人与作为外部人的公司股东和债权人之间存在的信息不对称性会直接影响公司决策。而作为公司决策的一种结果，公司融资、投资和风险管理等财务政策的决策或实施也就必然会受到信息不对称性的影响。

Myers和Majluf（1984）研究了投资者在认识公司管理层可能拥有其所无法获得内部信息的情况下，公司融资的最优顺序问题。由于假定存在信息不对称性，马伊勒夫和迈尔斯（1984）理论的核心仍然是由埃克洛夫（Akerlof, 1970）提出的“柠檬问题”。他们认为，在信息不对称的前提下，就公司各种可能的融资渠道而言，留存收益、折旧等内源资金本身是由内部管理层所控制的，不存在类似的代理成本和激励问题。因此，内源融资的资金成本相对外源融资而言要低得多。而在外源融资中的债权融资由于有本息固定偿付和破产优先清偿权的保证，只要公司正常运行，债权人就可得到足额回报，因而其对信息透明度的要求也相对较低，结果，债权融资中的“拧撵问题”和逆向选择效应相对股权融资而言要低得多，结果就造成了债务融资成本比股权融资成本要低的现实。由于资金成本的高低直接关系着公司价值，我们就可以很容易地得出马伊勒夫和迈尔斯“啄序顺序理论”的基本内容与公司融资顺序有较明显的先后之分，所需的资金首先依赖于内源资金。在内源资金不足并需要外部资金注入时，债权融资将成为次优的选择。而在外源融资中，股权融资由于受到信息不对称程度影响最大，因此融资戚本最高，只能作为一种融资渠道的补充来源形式存在。

换言之，如果投资人相对于公司内部管理层对公司资产价值的了解更少，那么市场上对于股东的权益价值的定价就有可能是错的。低估的股东权益会由于新

项目的净现值低于新股东获取的收益而使得公司的管理层不想通过发行股票为投资项目筹集资金。换句话说，管理层发行股票的前提是股票价格高。但是这样就会出现股票因价格过高人们不愿意购买的现象。结果，股权融资就被认为是对公司融资经营的不利方式。因此，如果一个公司还能够充分利用对信息敏感性不强的资金收入替代股票，成为投资项目融资的主要方式显然是相对较好的抉择

（主要是内源融资中的存留利润或无风险的债权融资），投资不足问题就可以避免。因此，内源融资和外源融资的实用性比较强，内源融资具有分配股利少，自由现金流量较高，存留利润多的优点。股票融资的使用会次于内部债券融资和外部债券融资，从而形成公司融资顺序的偏好差异。

考虑企业的原所有者/经营者和潜在投资者。每个人风险中性，无交易成本，无折扣，只有股票融资。公司现有资产决定是否投资。如果有项目进行，潜在投资者可通过竞拍获得项目融资权。投资者通过提供项目资金获得企业股份，因此，融资等于投资者信心。

公司在某地有资产，用*Ai*表示；企业由于投资了有正净现值项目而产生了净收益，用*Bi*表示；下标*i*表示企业类型，H型（高）和L型（低）两类。H型企业的资产与项目净值之和大于L型企业，其他方面相同。企业知道资产和项目

的真实价值，投资人只能猜测企业的类型。为了能够拿下这个项目，企业需要从

投资者那获得投资*I*0 。

如果企业没有获得项目，企业的价值（用*Vi*表示）*Vi**Ai*，如果企业获得项目，*Vi*与外部投资者共享，投资者获得企业的股份用*s*表示，因此最初的所有者获得1*s**Vi*。风险中性投资者提供*I*获得*sVi* ，竞拍获胜者有望实现收支平衡。存在唯一的多重均衡：如果*I* / *VL**BH* *I*/ *VH* ，H型和L型企业都获得了项

目，投资者获得的份额用*s*\*表示，*s*\**I* /0.5*V* 0.5*V*。

*H* L

两种类型的企业都获得这个项目，在多重均衡的条件下，投资者有望实现收支平衡。受参数值限制，新项目回报丰厚，只有H类型企业愿意跟进，尽管投资者平均投资，因此，所有投资者愿意遵循有建设性的战略。

存在单一均衡：如果*BH* *I*/ *VH* *I* /0.5*VH* 0.5*VL*，L型企业拿下项目，

H型企业没有，投资者获得股份，*s*\**I* / *V* 。

*L*

在这种情况下，只有低类型企业能够继续进行此项目。投资者知道低类型公司正在进行融资，并要求条款内容反映这一情况。如果高类型企业继续，投资者像对低型企业的要求一样，条款内容同样不具吸引力，高型企业只要放弃就行。参数值如此，建设性的战略反映了每个投资者的自身利益。

多重均衡和单一均衡并存，当*I* /0.5*VH* 0.5*VL**BH* *I*/ *VH* *I* / *VL*。投资者的股份依赖是多重均衡还是单一均衡，投资者总是期望获得平衡。Cadsby et al.

（1990）指出在重叠区域，存在半独立均衡。

在多重均衡下，信息不对称不会引起有投资价值项目的丢失。但是，如果某地资产价值高于项目的正净现值（MPV），企业不会选择进行外部融资。

在此模型中，如果可行，内部融资始终进行，也就是说，这种融资会避免信息不对称问题。外部股票融资有时太昂贵，企业不得不放弃正NPV项目，这是部分啄食顺序层次。

在Myers和Majluf（1984）看来，正式分析不包含债券。如果债券可行，并无风险，债券融资可看成内部融资。如果债券可行，但有风险，Myers（1984）本能地认为，它应该落在留存收益和股票之间，因而产生了啄食顺序。

包含风险债券模型的正式分析并不像读Myers（1984）那么简单。当债券和股票融资都可行，存在多项均衡，并不清楚如何选择。Noe（1988）提供了一个重 要分析。Cadsby et al.（1998）提供了一些融资理论引起的均衡选择参数，路径依赖和学习能力要比正式均衡选择标准重要的多。

后续的理论文献已经考虑多个版本的逆向选择问题。一般地，结论不太符合啄食顺序。例如，Myers和Majluf（1984）的逆向选择模型假设单边信息不对称导致企业选择现金证券。然而，如果信息不对称是双边的（Eckbo et al.（1990）），存在导致企业优先股票，或股票和现金混合优先纯现金的多项可能均衡。因此，如并购，存在双边信息不对称，企业会先股票交易，后现金交易。

Dybvig和Zender（1991）表明，设计合理的管理补偿合同（补偿同企业价值挂钩）能解决逆向选择问题。然而，实际上，很少看到与企业价值相挂钩的管理补偿合同，大部分与股票价值挂钩。Viswanath（1993）考虑一个不止一期的世界，他发现结论取决于一期和二期的不确定性是如何相关的。Ravid和Spiegel

（1997）考虑了无资产起家的逆向选择，结果是企业家和投资者都受益，在他们安排下，就像上面讨论的例子那样，企业将先使用无风险债券，后才转向股票融资。

Eckbo和Masulis（1992），Eckbo和Norli（2004）扩展了逆向选择基本模型，考虑了现有股东参与股票发行和承销商的质量认证。如果现有股东参与股票发行，逆向选择就不太严重。在模型中，如果参与发行的股东比例高，企业面临逆向选择低，倾向发行无保障权型股票；如果股东比例低，企业喜欢发行“企业承诺”型股票；如果股东比例中等，企业偏爱发行备用权型股票，这就是有股票浮选法选择权的啄食顺序。

Halov和Heider（2005）认为，标准啄食顺序是逆向选择的一个特例。当逆向选择是关于企业价值时（企业价值信息不对称），企业倾向先发行债券，后发行股票，符合标准啄食顺序；当逆向选择是关于风险的（风险信息不对称），企业倾向先发行股票，后发行债券。逆向选择导致外部债券融资和外部股票融资的偏好取决于是价值信息不对称还是风险信息不对称。

主要结论是逆向选择模型有点微妙，仍有可有建立符合啄食顺序口味的平衡，但逆向选择在一般情况下不意味啄食顺序。

### **3.3.2** 代理理论

企业经营人倾向内部融资优于外部融资的想法，当然显得有点陈旧（如，

Butters（1949））。传统观点认为，外部融资需要经理人向外界投资者公开项目的详细信息，并暴露在投资者的监督之下。经理人不喜欢这种过程，故留存收益胜于外部融资。但是，当寻求外部融资时，没有直接预测债券和股票是如何相对运用的。这些思想后来发展成为代理理论，这方面做出重要贡献的是Jensen和Meckling（1976）。

Myers（2003）指出许多版本的代理理论暗含融资层次。例如，股票代理成本导致啄食顺序。给出一个简单而又传统的股票代理成本的例子（Jensen 和

Meckling（1976））。一家由企业家所有和经营的企业。企业家有*R*美元，他的回报是*V**R*，*V*0*V*****。他的理想消费是*R*和投资的差额，投资额为*I*，没有外

部融资。他的问题是：

Max*V**I**R**I* 

*I*

*S*. *t*. *I* *R*

给出的一阶条件是*V*1，条件是没有约束。假设*I* \*表示一阶方程的解，即

他可消费：

*V**I* \**R**I* \*

如是当*I* \* *R*，即受到约束，会发生什么呢？就需要外部融资，假设外部是

发行没什么风险的债券，企业家需要融资*I* \**R*，承诺付给*D*。企业家投资乐观，正常支付，没有什么问题。如果内部融资不足，无风险的外部债券融资不会引起任何问题。

将股票引入模型，需要外源债务容量的概念。为简单化，我们直接假设，外部股票融资额为*E*，企业家不能承诺不会占用额外的补贴。外部投资者得到企业的1*s*股份，筹集到的资金为*E*1*s**V**I*。企业家面临的问题是：

Max *sV**I**R**E* *I*

*I*

*S*. *t*. *I**R* *E*

一阶条件是*sV**I*1，他的解是*I* \*\*，只要*s*1，*I* \*\**I* \*，企业家投资不足，他必须承担没有花出去补贴的所有成本，还必须与投资者分享利润。

显然，投资不足不够的。使用内部融资会产生更高的福利，因此更喜欢内部收益。债券也是受欢迎的，股票不太喜欢。因此，这就是啄食顺序。

Jensen和Meckling（1976）也识别了称之为风险转移的债券代理问题。其思想是，如果企业只是有股票融资，现金流和不破产关系重大，企业倾向于承接大风险项目，当然回报也高，这种情况是可见的，特别是企业在绝望的状态下，当然，冒险行为的一般意义还需要讨论（Parrino和Weisbach（1999））。

## **3.4** 小 结

现代企业融资理论始于Modiglianit和Miller（1958）资本结构无关说，一个核心是强调了负债能为公司带来税盾收益。1958年的这篇论文推动了重要研究，在理论和经验上，开始了反驳资本结构无关说。MM定理对公司的资本结构决策做了非常有意义的分析，其结论对于理解公司价值的源泉开拓了新的研究视角，从而成为现代公司融资理论公认的经典分析范式和基础。

20世纪70年代，金融经济学家将研究的视角主要放在了与债务融资有关的税盾收益与破产成本上面，形成了资本结构的“静态权衡理论”，其认为公司最优资本结构就是在债务的税盾效应和破产成本之间的权衡。最近几年，一些学者又重新考虑税收和债务成本，但是企业经营不在单一时期，这导致“动态权衡理论”。动态模型使得权衡理论比先前理论更好的解释企业的融资活动。

啄食顺序理论从詹森和梅克林（1976）开始，该研究的成果是在莫迪利阿尼和米勒（1958）对静态权衡理论研究的逻辑基础上，与代理成本概念相结合而产生的。啄食顺序模型来源于逆向选择、代理问题和其他因素。逆向选择暗示，留存收益优于债券，债券优于股票。其实排序原因较多，包括代理冲突和税收。

# **4** 中小企业融资结构、融资方式与融资顺序的国际比较

## **4.1** 各国中小企业融资结构的比较研究与融资方式的选择

中小型企业的融资结构，就是指其资金来源的结构和比例之间的关系。与其他类型的企业一样，对于中小企业来说，其资金来源可总体分为股权资金和债务资金。其中，中小企业可利用的股权资金来源又可以分为自有资金、风险投资、天使资金、公众股权等；而至于债务资金的来源则可分为商业信用、私人借贷、金融机构长期贷款、金融机构短期借贷。但由于不同国家的金融市场的相关政策法规和发达程度不同，导致了中小企业在实际中能够利用的融资方式类型也有差别。

正是因为中小企业包含了从初建到成熟各个时期的企业，以至于中小企业的融资结构又表现出一个十分复杂的阶段性特征：在公司从最初开始的发展历程中，其资金来源的结构在整个过程中具有系统性的区别。具体来说，在公司的成长初期阶段，因为一些因素的限制，如信息、资产规模等，导致中小企业外源融资的约束过紧，大部分都是依靠自我积累等内源融资和股东入股来获得资金；当公司进入了成长阶段时，企业所追加的投资使得企业的资金需求巨增，并且随着企业规模的逐渐扩大，使得可用于抵押的资产增多，同时有了初步的业务记录，整个公司的信息透明度也有所提髙。所以，公司便会更加地依靠金融中介的外源融资的渠道；而在进入稳定的成长阶段之后，公司的业务记录和财务的政策和制度逐步趋于完善，慢慢具备了进入市场进行发行有价证券的条件。并且随着打通公开市场的可持续融资渠道，使得来自金融中介的债务融资比重明显下降，而股权融资的比重明显得到提升，一些优秀的中小企业便这样成长为大型企业。以下是根据这一特征，对各国中小企业在各个发展阶段的融资需求和融资结构的特点的研究。

### **4.1.1** 各国中小企业融资结构的比较

#### **4.1.1.1** 美国

据市场调查美国目前共有中小企业2140多万家，是全美企业总数的99％，而其中中小企业的就业人数就占了全美总就业人数的60％，其中新增加的就业机会有2／3是由中小企业所提供的，而且中小企业的产值在国内生产总值中占了40

％。并且中小企业具有很强的创新能力，美国具有半数以上的创新发明都是由中

小企业去实现的，据调查显示中小企业的人均发明创造是大企业的两倍。同时中小企业对科技进步也具有重大的作用，一般说来，美国的高技术公司通常都是中小企业演变而来的。并且美国政府对国内中小型企业所制定的政策性贷款数额有限，政府主要通过中小企业管理局来制定对企业的宏观调控政策，从而引导民间资本投资入股中小企业。其中小企业的主要融资方式有：（1）中小企业业主自身的储蓄积累，占了中小企业投资总额的45％左右；（2）中小企业主通过从亲朋好友中借款，这部分资金占了中小企业投资总数的13％左右；（3）中小型企业从商业银行贷款；（4）寻找金融投资公司的帮助，比如由美国中小企业管理局主导的中小企业投资公司和风险投资公司对于中小企业来说都是筹集资金的一个重要来源，这部分与商业银行贷款一起约占总资金的29％，但其中风险投资公司投资和中小企业投资公司的贷款利率要比商业银行的更高；（5）通过政府的资助政策，即主要是由中小企业管理局向中小企业提供的有限直接贷款，约占1％左右；（6）中小企业的证券融资渠道，这部分资金大概占了总资金的4％左右。

#### **4.1.1.2** 英国

对于英国来说，中小企业的外源资本性融资方式包括风险投资和合伙出资，这部分投资约占外源融资的10％。若按照外源融资占企业总融资资产的50-60％的比例来计算的话，英国中小企业融资所获得的资本性融资将会占总融资资产的5％-6％左右，这相当于美国中小企业获得的“天使融资”和风险投资比例之和。并且根据英格兰银行的估计，因为股权融资的资金来源的拓宽，英国的中小企业

“资本性缺口”得到了缓解和缩小。资本性缺口只是对想要建立20万-50万英镑股权的中小企业有效果。英国中小企业资本融资的渠道可分为“私人资本性融资”和“公共资本性融资”。其中“私人资本性融资”包括来自银行、特定投资项目、风险投资公司及“事业天使”等各种资本性投资，而“公共资本性融资”则主要是投入到第二板市场上市的资金。

#### **4.1.1.3** 日本

日本的融资体制则主要是“银行导向”型融资(Bank-oriented financing)方式，即直接融资所占的比例较小，而银行系统的间接融资则是主要渠道。尤其是在经济高速增长的20世纪50、70年代，日本企业对银行贷款的依赖程度不断加深，最终形成了具有鲜明特色的主银行制度。在1957-1964年间，内部融资（折旧和利润

留成）的比重只占了总数的25.6％-37.7％左右，企业的融资主要依靠的是外部融资：其中银行融资所占的比例较高，一直保持在400左右，而相对来说，股票和债券等证券融资的方式所占的比例则呈现下滑的趋势，比例从1957-1959年的18.5

％，下降到1970-1974年的8.3％。然而正是由于在这种自我积累能力低，而证券市场又不发达的情况下，才使得日本中小企业逐渐形成了一套以依靠银行贷款为主的融资结构模式。在20世纪70年代后，日本企业融资格局发生了变化，比如在1970-1983年间，日本企业资金的内部来源所占比例上升到了总资金的54.6％，贷款比例则下降到40.3％。并且根据日本大藏省证券局所著的《证券年报》统计显示，在企业主要资金的筹措结构中，内部融资的比重一直从1970-1974年的35.7

％上升到1985-1988年的59.5％，而相对的股票和公司债券融资的比重在同期中由

8.3％上升到28.7％，且借款筹资的比重则是在同期中由41.4％下降到3.2％。但日本相对于其他发达国家来说，还算是一个以间接融资为主的国家。

#### **4.1.1.4** 中 国

中国的融资结构从总体上看，直接融资工具规模不断扩大，但企业内部发展不太稳定。企业的融资结构主要有三个阶段：财政主导型融资结构阶段、银行主导型融资结构阶段和银行主导型向多元化融资结构转换阶段。1999年国际金融公司的调查显示：中国中小企业的启动基金几乎依靠自筹，而在扩大投资的时候也几乎依靠内部融资手段。我国中小企业的主要融资渠道有企业内部融资、银行贷款和发行有价证券三种，企业的融资结构的特点为：中小企业自我积累和盈利能力不高导致内部融资的来源不畅通；中小企业间接融资的渠道有限；中小企业资产负债率偏高。因此，我国大部分中小企业固定资产投资依靠自身投入，只有一少部分中小企业能够从银行获得贷款。可以看出，中国中小企业内部融资所占份额较大，企业发展对金融机构的依赖程度不高，尤其是企业主投资和留存收益投资占的份额一直都比较大，尽管外部性融资随着企业的发展而增加，但总体增加额度仍小于内源融资的比例，这与我国对中小企业存在歧视的金融政策有着密切相关的联系。

### **4.1.2** 各国中小企业融资方式的选择

企业不同，选择的融资方式也不尽相同，但对于任何一个国家的企业而言，其融资方式的选择都是在其特定的市场环境下进行的，因此使其具有一定的共通

性，也就是说大多数企业都是以某种融资方式为主的。从而根据不同的市场经济模式，不同发达国家形成了各自不同的企业融资模式。

（1）英美特色的自由主义的市场经济。这种市场经济的特征是：以个人主义哲学为基础；比较注重产权制约；通过靠法治解决利益争端；银行以利润作为目的，一般不与客户企业共命运；市场劳动力流动性大；股市作用影响较大；企业将短期盈利作为目标，资金的来源主要是自我积累和直接融资这两种方式；收入分配差距较大。

（2）日本特色的社团市场经济。这种市场经济的特征是：以日本式的“从教”哲学为经营理念；注重依靠人际关系来解决利益争端；大企业间实行交叉持股；产权制约影响较小；主银行在经济和企业经营中起着重要作用，主银行与客户企业生死与共；股市的影响力度较小；职工对企业有责任感和归属感，实行相当程度上的终身雇佣制；收入分配差距小。

（3）德国特色的社会市场经济。这种市场经济的特征是：注重社会“秩序”的建设；企业设有监事会和管理董事会来监督经营；直接融资所占比重较弱；实行全能银行的经营制度，银行既是企业的贷款者，又是投资者，还是其他投资者的受托投资人；职工退休基金多在本企业投资并实行再保险，实行职工参与决定制度；企业经营者的眼光较长远，银行与企业的关系较稳定；强调收入分配的公正性和社会福利化。

（4）中国特色的社会市场经济。这种市场经济的特征是：形成了以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的经济格局。并实现以马克思主义、毛泽东思想、邓小平理论为理论基础，将科学发展观作为战斗武器，通过以提高广大人民群众生活水平为最终目的，这些来作为中国选择市场经济运行模式的三个纲要。并且在中国式的市场经济中，市场配置资源的基础性作用得到明显增强，通过利用市场对社会资源进行优化配置，活跃调节市场经济。

#### **4.1.2.1** 美国中小企业融资方式

美国运行的是市场主导型经济体制，其资本市场和金融市场十分发达，这些基础为中小企业融资提供了良好的环境。在中小企业的外部融资的方式中，直接融资是主要的融资方式，间接融资较少。在中小企业融资中政府主要发挥服务功能，而不是融资功能。

##### （1）成立小企业管理局

建立为中小企业提供服务的小企业管理局为促进中小企业的发展，美国成立了拥有100个分支机构的小企业管理局。小企业管理局不但负责指导小企业规模标准，协调其他联邦机构涉及小企业的政策，还负责的主要任务是：为小企业获得政府订单并给予指导；提供企业经营及财务管理等方面的建议；授权指定金融机构发放担保贷款；在少数特殊情况下，直接向小型商业、工业、农业企业甚至个人无能力者提供贷款；发放有关经济状况、法律、社会统计等方面的资料等。所以，小企业管理局一般不会直接对小企业进行融资，而是通过对小业的债务融资提供担保作用和服务功能，从而实现商业金融机构向小企业融资提供必要条件。

##### （2）为中小企业提供直接融资

美国证券融资可占到企业外部融资的55%以上。但除了证券主市场外，还有柜台市场和二板市场。柜台交易市场的上市条件较为宽松，为中小企业融资提供了直接融资的渠道；第二板市场大部分是新兴和成长的公司，其上市标准相对于主市场来说较低。而纳斯达克市场则是把企业家及其创新成果成功地和创业投资有机结合起来。其企业上市的财务要求较低、交易方便，是创业初期的中小高科技企业上市的理想场所。最具成长性的公司在美国有90%以上是在该市场上市，许多中小企业都是通过在纳斯达克市场融资而迅速发展，从而成为全球知名的公司。

##### （3）完备的创业投资体系

美国的创业投资公司可分为民间和官方投资公司两大类。官方的中小企业投资公司是由美国的小企业管理局审查、许可才能成立。政府通过以低息贷款和购买来担保投资公司的证券等方式对中小企业给予融资支持，主要投资于中小企业发展与技术改进。此外，美国还形成了一套畅通的创业公司推出机制，创业公司可以通过初次公开发行退出、项目并购、股权回购和公司清算四种方式，为资本的自由流动创造了基础条件。

#### **4.1.2.2** 日本中小企业融资方式

从20世纪60年代到80年代，日本的制造业成功地经历了几次转型。这些成功与政府对中小企业融资的政策扶持有着密切的联系。日本政府对中小企业的发展

的积极支持，逐渐形成了政策性金融与民间金融相结合的多渠道融资模式。

##### （1）政策性金融系统

日本对中小企业的贷款帮助通常以政策性融资机构为主，中对小企业提供优惠贷款。日本政府为中小企业提供低于市场利率的贷款分别设立了国民金融公库、中小企业金融公库、商工组合金融公库三大政策性金融机构。

##### （2）民间金融机构

除了政府金融机构外，民间金融机构是中小企业获得资金的一大重要来源。在日本，民间金融机构共有2000多家，其中包括了第二地方银行、劳动公库及其联合会、信用公库及其联合会，这些组织的主要作用是给其会员中小企业和所在地中小企业提供贷款。当民间金融机构在向中小企业融资时，得到了包括政策性金融公库等多方面的支持。

##### （3）多渠道的直接融资方式

为鼓励中小企业面向社会融资，日本在1963年就建立了柜台交易市场。20世纪90年代又建立了创业板市场，主要用来扶持高新技术型中小企业的发展以及支持中小企业进入资本市场。此外，中小企业投资育成公司也对中小企业的技术研发、科技成果的转化等提供风险投资支持。

#### **4.1.2.3** 德国中小企业融资方式

##### （1）提供持续有利的融资担保

德国政府将每年扶持中小企业发展的资金列入年初的财政预算，联邦议会直接讨论审查通过后，由部门组织实施。在提供给中小企业发展的全部资金中，政府的财政预算资金大约占了总数的70%。政府通常不直接向中小企业提供财政补贴，而是通过各类金融机构的方式来向中小企业提供融资渠道和融资服务来扶持和促进中小企业的发展。

一般由联邦政府出资或与各州政府合股创办专门为中小企业提供资金或融资服务的政策性银行（如德国复兴信贷银行和德国平衡银行分别直属于联邦经济部和财政部），向中小企业贷款的银行提供利息补贴，幅度一般在2%-3%之间。同时，政府还在不少地方建立了信用保证协会，给中小企业向银行贷款提供信用担保，用来解决中小企业的贷款难、门槛高的问题。政府还针对中小企业发展形成了一套不同阶段的多层次、全方位的融资体系。其中的具体措施是：在创业初

期阶段，政府对中小企业创业实施税收减免和适当的财政支持，并牵头联手商业银行成立非盈利性的中小企业风险投资公司；在发展时期阶段，以间接融资为主，成立政策性的中小企业银行，专门为中小企业发展提供资金，并为担保机构担保提供再担保，引导和扶持担保机构和再担保机构的发展，扩大中小企业的融资范围，发展企业间的互助合作担保贷款制度；在成熟时期阶段，鼓励中小企业选择以市场化融资方式为主，特别是资本市场直接融资，其中包括发行股票、企业债券等方式。

##### （2）制定技术扶持政策和加强技术人才培训

德国政府为了促进中小企业的技术创新和技术改造，提高中小企业科研、技术开发和技术革新的能力，制定了《中小企业研究与技术政策总方案》等有关文件，并设立专项科技开发基金，扩大对中小企业科技开发的资助。联邦研究部推出了“示范中心”和“技术对口的访问和信息计划”的方法，向它们提供最新的研究成果和研究动态，为中小企业在技术转让方面提供帮助，帮助它们进行技术发行和技术引进。

除此之外，德国的各级政府、金融部门和教育培训机构进行联手合作，在实践中逐步建立了全国中小企业孵化系统，建成了大量的高新技术企业孵化中心，专门拨款实施政府资本参与计划，为中小企业抵御市场风险；通过扩建科研网络，加强产学研联合，实现推动和促进高新技术产业化和中小企业高新技术化发展。而在人才培训方面，政府则将中小企业的整体素质、经营能力的提高和加强作为发展中小企业的中心内容，并以法律的形式进行明确继而制定了《职工技术培训法》，规定青年人必须参加技术培训，企业有义务提供青年工人技术培训的岗位。政府还在各州设有跨行业的培训中心，采取脱产、半脱产和业余培训等多种方式，为企业培养各类专门人才。经过多年的发展，德国已经形成了标准较为统一的双轨制职业培训制度。所谓“双轨制”或“双元制”技术培训，就是强制要求中小企业业主、企业管理人员和初创业者、各类技术工人和青年人，在从事某种专业技术工作时，必须先经过2-3年的培训，其中一半时间为理论学习，另外一半时间为企业岗位培训。这种“双轨制”的技术培训收到明显成效。

##### （3）建立信息情报中心，为中小企业提供信息和服务

德国政府建立了专门的网站和热线电话为中小企业提供服务，比如德国业者

指南、中小企业发展战略网站、中小企业增长，中小企业可向联邦经济部的相关专家咨询融资和促进措施等方面的问题。另外，政府也十分重视各种半官方和半民间的行业协会的影响，通过利用他们来为中小企业建立信息情报中心，专门为企业提供信息和服务。如成立于1951年的联邦外贸经济信息处，该处点的服务对象主要是中小企业，其主要任务则是收集各类信息，并将这些信息进行分析加工后传递给相关机构和中小企业，用来推动和促进联邦外贸的发展。据德国法律可知，各商会设在国外的办事处、驻外使领馆有义务将驻在国的信息送给经济信息处。此外，该机构信息收集的对象还包括了国外驻德机构、欧盟和国际金融机构、以及各类新闻媒体等。联邦外贸经济信息处通过这些机构和单位对国内外的经济发展政策和政治动态信息进行全面收集和处理，同时也可以通过杂志、专业报纸、资料片、电子网页和服务电话等方式，为中小企业提供各类信息服务。此外，政府还可以通过举办各种活动，如联邦政府和各州政府通过各种咨询机构举办各种研讨会、信息交流会，来为中小企业提供国内外市场信息咨询，并提供补贴。其次则是组织中小企业参加国内外各种博览会和交易会，这样中小企业既能够获得生产和市场信息，又能够推销自己的产品，并且同时还可以得到政府的一半补贴资助。

##### （4）充分利用各类商会协会作用，为中小企业提供全面的社会化服务

德国的中小企业逐步形成了以政府部门为龙头的社会化服务体系，通过以半官方服务机构为骨架，以各类商会、协会为桥梁，以及将社会服务中介作为依托的全方位构架，为中小企业在各个方面提供全面的服务，如会计、审计、法律事务、评估、公证、招标、人员培训、人才市场、企业咨询等。目前全德国有150多个不同的商会、协会，开展各类业务活动来满足中小企业的需求，如德国工商大会(Deutsche Industrie-und Handelstag, DIHT)，其中分为82个分会，共有350万个企业会员以及德国中小企业联合(Zentralverband des Deutschen Handwerks, ZDH)，该组织成立于1995年，在财政上是由德国联邦经济合作和发展部提供资助的，它不但包括德国小商业还包括了手工业等商会和协会，其中有55个商会和43个国家级协会的工作小组，分别代表了附属于德国政府及所有中央权力机构以及欧洲联盟和国际机构的小商业及手工业企业家的总体利益。商会和协会在中小企业发挥实质上的作起着十分重要的作用，使中小企业以年净增7万户的速度不

断增长，给社会提供了许多就业机会，促进了整个社会的经济增长与繁荣。

#### **4.1.2.4** 中国中小企业融资方式

中国中小企业融资总量中依靠商业银行贷款和民间借贷高达50%以上，其借贷期限较短且数目普遍很小，主要是用来解决临时性的资金流动，很少用于扩大再生产和项目的开发等方面；另外现在整个社会包括许多商业银行信贷对中小企业缺乏必要的了解和足够的重视，对其经营能力和偿还能力缺乏信心，普遍认为将资金投向中小企业风险高、成本高、工作量大且收效不大。总的来说你，我国中小企业普遍存在融资难、融资方式有限等问题。为了解决中小企业融资问题，我国引进和创新了许多融资方式：

##### （1）信贷支持

近年来，我国中小企业迅猛发展，国家对中小企业越来越重视，因此制定了很多相关信贷政策。过去我国的商业银行都把国有大中型企业作为主要的服务对象，与中小企业之间的业务来往却很少。为鼓励中小企业的发展，中国人民银行先后颁布了《关于进一步改善中小企业金融服务的意见》和《关于加强和改进对中小企业金融服务的指导意见》。由于政府的担保支持，各商大业银行也结合各自具体情况，制定出相应的策略，积极调整信贷结构，加强信贷管理，主动联系、培育和扶植了一批有前途、有信用的中小企业客户群。

##### （2）特殊的证券市场

总所周知，证券市场是企业获得发展所需资金的最佳途径。然而，对于大部分的中小企业来说传统的证券市场门槛极高，而主要面向中小企业尤其是具有高成长性的高科技企业的香港创业板市场的要求则相对较低，它在服务对象、上市标准、交易制度等许多方面都不同于主板市场，具体来说它对于企业的股本总额的要求可以少于5000万港元；开业时间可以少于3年；不设最低盈利要求；最低公众持股量为总股本的10%等。据统计，2001年中国内地企业香港上市集资180亿港元，其中中小型企业包括民营企业在内占了一半以上的份额，超过了内地股市的同期集资额。

##### （3）中小企业融资租赁

上个世纪80年代我国开始引入中小企业融资租赁，到目前为止我国从事中

小企业融资业务的专营或兼营机构有1000多家，业务覆盖全国，涉及10几个行

业。中小企业融资租赁为我国中小企业进行设备更新和技术改造提供了一种全新方式。具体来说，融资租赁是一种全新的融资方式，为我国中小企业进行设备更新和技术改造提供了很大帮助。我国的中小企业在融资过程中往往面临着较低的信用度，不规范的财务制度，极少的自身资本等问题，而中小企业融资租赁方式完全克服了这些困难，方式简便快捷，极大的降低了中小企业融资机构的风险。它可以减轻由于设备改造带来的资金周转压力，避免大量现金的支付，而租金的支付可以在设备的使用寿命内分期摊付而不是像一般融资方式要一次性偿还，这样一来，企业就不会因此产生资金周转困难，同时也可以避免由于价格波动和通货膨胀而增加的资本成本。

##### （4）基金资助

国务院于1998年7月提出要建立以促进科技成果转化，引导社会支持企业

创新为主要目的的科技型中小企业技术创新基金。1999年5月21日，科技部、

财政部联合制定了科技型中小企业技术创新基金的暂行规定，并于1999年6 月

25日正式启动了科技型中小企业技术创新基金，它是一项专门用于科技型中小企业技术创新活动的政府专项基金。我国绝大多数的中小企业往往处于创业初期，企业的结构、规模、财务状况等各个方面都远远达不到证券市场的要求，无法从证券市场上获得资金。然而这些企业的中小企业融资要求往往比大型企业更为迫切。科技型中小企业技术创新基金是一项政策性风险基金，它是非盈利组织，主要在中小企业发展和融资过程中起引导作用。该项基金重点支持处在产业化初期，技术含量相对高，市场前景相对好，商业性资金尚不具备进入条件，需要政府支持的科技型中小企业。我国创新基金总额超过10亿元，总投入过亿元。首批支持项目125个，总投入过亿元，其中电子信息领域占32%，生物医药领域

24%，新材料占20%，光机电一体化18%。要申请创新基金，企业应当至少具备以下一些基本条件：公司人员结构合理，要求大专以上学历的员工超过30%，其中研发人员至少为10%；科技水平至少在国内处于领先地位；公司财务状况良好，资产负债率不超过70%；每年用于新产品开发及生产改进方面的科研经费不低于

3%（新开业除外）。到目前为止，创新基金已扶持中小企业风险投资项目1770

多个，投入财政资金13亿元。

##### （5）民间资本

我国民间资本总额非常庞大，仅浙江省民间资本已达5000亿元。由于国家宏观调控和相关政策制度的滞后性，再加上中小企业融资渠道不畅、法律保障不明确等原因，使得在福建、广东、浙江等私营经济发达的省份，以民间中小企业融资为特征的地下金融市场活跃，甚至成为当地中小企业融资的主要方式。民间资本介入中小企业融资市场丰富了中小企业的中小企业融资渠道。其融资速度快、资金调动方便、门槛低等优势是其成为中小企业不可缺少的融资方式。

## **4.2** 发达国家中小企业融资的基本特征

发达国家的中小企业对内部积累更加重视，外部融资的比重往往较低（内源融资主要源于内部自然形成的现金流，它等于净利润加上折旧减去股利）。20世纪70年代到90年代中期，几个发达国家中小企业内部融资占全部资金来源的比重基本上都呈上升趋势。德国由53.2%上升到65.5%；日本由29.7%上升到49.3%；英国由58.4%上升到68.3%；美国由61.5%上升到82.8%。从企业净融资的来源及构成上来看，内部融资在发达市场经济国家也发挥着重要作用。上述四个国家在1970年-1989年净融资的来源中，最重要的是保留盈余，四国保留盈余的比例基本都超过70%，其中英国最高，达到97%以上。但是近年来随着经济发展水平的提高和企业经济实力的增强，企业外部融资地位有所上升。总的来说，发达国家中小企业融资特征归纳为以下两点：

##### （1）在企业外部融资中，银行信贷发挥着重要作用

在发达国家企业融资来源中，贷款大多占重要地位，大多数的中小企业的外部融资基本上是由银行提供的。20世纪70年代以来，在发达国家的企业外部融资中，金融机构的间接融资占有举足轻重的地位，即使是以资本市场为主导的国家也是这样。1970年-1985年间，在英、美、德、日四个发达国家中，企业间接融资占外部融资的比重都高达60%以上。在英国中小企业的融资结构中，1987年-1990年间和1995年-1997年间，金融机构间接融资占外源融资的比例分别为

60%和49%，远远超过其他的间接融资方式。美国资本市场发达，企业通过股票市场融资的规模较大，上市公司数量较多，但在企业资金来源中，股票融资所占的比例在这四个发达国家中却是最低的，低于股票市场发展较滞后的德国，而其银行融资的比例却占外部融资的61.8%，超过了银行占统治地位的德国。

##### （2）债券融资在直接融资中的重要性逐步增加

发行债券融资在资本市场较为发达的国家倍受亲睐，尤其是中小企业普遍运用债券融资。发行债券往往比发行股票更具吸引力，在发达市场经济国家中，对企业来讲，因为其发行债券手续相对简单，融资成本相对低，又能够保持原有控制权格局。以美国来说，近年来通过发行公司债务而使其筹资额迅速增加，特别是进入20世纪90年代，美国直接融资的债券市值为12.7万亿美元，超过股市

7.5万亿美元近50%。其中，非金融公司发行的债券数额也从1979年的251亿美元迅速增加到1989年的10141亿美元，增长近40倍。到1994年年底，非金融公司债券发行的市场总额已达到14863亿美元，比1989年增长近50%。

## **4.3** 发展中国家中小企业融资的基本特征

发展中国家中小企业的融资特征与企业总体融资特征基本上相同。从融资结构来看，亚洲新兴工业国家中小企业自有资本比率比欧美国家低得多。与发达国家中小企业的融资结构相比，由于亚洲新兴工业国家自有资本率低，其中小企业在融资方面对外部积累依赖性较强，而且是对银行贷款的间接融资依赖性很高。这与亚洲金融市场发育及证券市场的法人相互持股密不可分，这也是发展中国家中小企业无法从证券市场筹集资金的重要原因。

总的来说，数据统计的缺乏，目前对发展中国家融资方式基本特征的研究不多。国际金融公司（IFC）曾以几个发展中国家的50家最大的制造业公司为样本对发展中国家的企业融资进行研究。结果发现，发展中国家中小企业融资的基本特征主要表现为：（1）保留收益是公司最重要的资金来源，但其在公司融资中的重要性低于发达市场经济国家；（2）发展中国家的企业对外部资金的依赖程度大。

20世纪80年代中，韩国样本公司86%的资金来自于外部融资，而内部资金不到

14%。墨西哥、泰国、土耳其的统一指标也在80%以上，远远高于发达国家。可见，在发展中国家，经济的高速增长对内部资金与外部资金的增长提出了双重要求，因而更多地依赖外部融资；（3）外部股权资本在发展中国家公司中的重要性高于同期的发达国家。与发达国家相比，相当多的发展中国家更多地使用股权而不是债务为其净资产增长融资，显示出在工业规模初期股本融资在公司融资中的重要作用。但是，由于选取的样本多为上市公司，所以第三点结论并不具有代表性。在发展中国家中也存在以银行贷款融资和证券市场融资两种基本模式。

## **4.4** 各国对中小企业融资的扶持政策

##### （1）财政援助

财政援助是政府根据为使中小企业在国民经济及社会的某些方面充分发挥作用的目标制定各种扶持政策和资金援助计划。财政援助的目的是鼓励中小企业吸纳就业人群、促进中小企业科技进步和鼓励中小企业出口等。财政补贴和贷款援助是援助主要形式。一般来说，政府的财政援助是有限的，其主要功能在于引导。财政援助政策是为推进特定目的而实施的一项临时性措施，有其特殊性，且纳入政府年度财政支出预算中，因此比税收体制更直接，更鲜明地体现政府意愿，是政府对中小企业的一种直接援助。财政援助主要表现在：第一，就业补贴，是对提供较多就业岗位的中小企业给予就业补贴。主要有两种形式，一是补贴给接收就业人员的企业，用以安排就业的各种费用。（如上岗培训，培训经费、学徒津贴等）；二是补贴给自创企业的失业者，为他们提供一笔启动创业资金。第二，研究与开发补贴，主要形式是设立政府专项资本基金，通过拟定各种中小企业技术创新与开发计划，对符合计划所设定条件的中小企业给予专项补贴。这一般由政府的中小企业主管部门管理和实施。从各国的比较来看，最全最好的当属法国的财政补贴。法国财政补贴的主要形式有中小企业每新增一个就业机会，政府给予2-4万法郎的财政补贴；对三年内新增6名职工以上的中小企业，每名新增加

职工由地方领土整治部门补贴1.2-1.5万法郎；对三年内增加30人以上的服务行

业，每增加一个员工由地方领土整治部门补贴1-2万法郎；对每个雇佣学徒提供

1.6万法郎的补贴津费；对中小企业研究开发经费可补贴其投资的25%；对雇佣青年和单身妇女的中小企业也给予一定的补贴；对节能企业，每节约1吨石油补贴40法郎。当然，英国政府为了鼓励失业人员重新就业，也对小企业实行补贴政策。英国政府通过鼓励他们开办小企业，来减少失业率，其不仅制定了企业补贴计划，还对自主开业的失业者，每周给予40英镑的补贴。

##### （2）贷款援助

政府帮助中小企业获得贷款的主要方式有：贴息贷款、担保贷款、政府直接的优惠贷款等。对中小企业的资金援助以贷款援助为主的国家主要是美国和日本。其中，美国又以担保贷款形式为主。对此美国特设了美国中小企业局(SBA)， 其主要任务就是以担保方式使银行向中小企业提供贷款。具体做法有：一是一般

担保贷款。SBA对75万美元以下的贷款提供总贷款额75%的担保，贷款偿还期最长可达25年。二是少量的“快速车道”贷款担保。对中小企业急需的少数“快速”贷款提供50%额度比重的担保。三是出口及国际贸易企业的贷款担保。担保贷款不低于50万美元，担保比例可高达总投资的90%。而日本则以政府建立的专门的金融机构对中小企业进行低息贷款的方式为主日本对中小企业的贷款援助以政府设立的中小企业金融机构为主。目前，这样的金融机构有“中小企业金融公库”、“国民金融公库”、“工商组合中央金库”等。它们对直接向国外投资所需的资金给予低利率贷款、对于在发展中国家进行投资的中小企业，其投资的一部分给予长期、低利率融资金额。此外，日本政府还设立“信用保证协会”和“中小企业信用公库”以向中小企业从民间银行贷款提供担保。

##### （3）税收优惠

税收优惠在本质上都是政府对企业采取的财力资助政策，对中小企业发展壮大有重要作用。发达国家企业税收一般占企业增加值的40%-50%。在实行累进税制的情况下，虽然中小企业的税负担较轻一些，但也占增加值的30%左右，负担仍然较重。为进一步减轻税负担，大多数发达国家和新兴工业化发达国家和地区都在统一税收制度基础上对中小企业实行税收减免政策及其他优惠政策，主要有：降低税率、税收减免和返还、提高税收起征点、提高固定资产折旧率和加大税收宽期限等。通过各种税收优惠可使中小企业的税收减少一半以上，使其赋税总水平由占增加值的30%降到15%左右。具体措施有：第一，各国都制订了程度不同的税收优惠的政策，其中以德国和加拿大最为典型。德国从1984年开始对中小企业实行税收优惠政策，1986年开始税制改革。到目前为止，德国中小企业税收优惠政策主要有：第一，提高税收起点。中小企业营业税起点从2.5 万

马克提高到3.25万马克；第二，差异税收制。为帮助落后地区新建中小企业，

促进落后地区的经济发展，特规定在地区的新建企业可免交5年的营业税，对中小企业使用内部留存资金进行投资的部分免交财产税，中小企业营业税起点从

15万马克提高到100万马克；第三，提高中小企业设备折旧率。从10%提高到

20%；第四，调整最高最低税率。所得税最高税率降到53%，最低税率降至19%，最低税率的高限从年收入1.8万马克降至8100马克；第五，优惠周转不灵企业。

对周转额不超过2.5万马克的小企业免征周转税等。加拿大制定了不少适应于中

小企业的减免税收特别条款。第一，扣除资本所得税。这一特别条款，主要是鼓励对中小企业投资，帮助中小企业主积累退休基金和促进中小企业向下一代转移，不过其只适应于出售由加拿大人控制的并继续经营的个人企业；第二，削减科学研究与技术开发投资税。这一特别条款主要是鼓励中小企业和私人部门在加拿大境内进行科学研究与技术开发，提供一种直接的利益激励，促进科研成果的推广应用与商业化，适应于所有的公司和个人；第三，可允许的商业投资损失。可允许的商业投资损失是指中小企业股份或债务转让中出现的净资产损失，它可以从其他收入中扣除。这一特别条款，主要是为了鼓励个人和公司对中小企业进行投资，适应于所有个人和公司。第四，实施优惠税收制。对特定中小企业实行税收优惠。为鼓励对发展国民经济和提高国民生活起重要作用的特定企业，政府对其实行特别的税收优惠。德国对50%-60%的手工业企业免征营业税；对所消耗完的动产投资，免征50%所得税；对中小企业中占据相当比例的合伙企业，工商所得的免税额为4.8万马克，对4.8万-14.4万马克工商所得，实行1%-5%的等级税率。日本政府对“指定行业”实行合并时的免税注册；对企业协会、医院或诊疗所等所拥有的固定资产，以及环保设施中的特定固定资产，免征固定资产税。

## **4.5** 小 结

由于各国中小企业所处的市场环境不同、企业成长阶段不同，其在融资结构、融资方式、融资顺序上也表现出不同的特征。发达国家的市场经济较为完善，他们的中小企业可以较少受到外部环境的制约，能够根据自身的意愿从不同的融资渠道获取资金，而发展中国家的市场经济较为不发达，他们的中小企业受到较多的外部环境制约，在外源融资过程中难以完全根据自身意愿选择融资方式。从各国的经验来看，不同成长阶段的企业具有不同的融资特点，成熟型企业比成长型企业更易于从外部渠道融资。从融资顺序上看，发达国家和发展中国家的中小企业均优先采用自有资金作为企业发展主要资金来源，其次才采用外源融资，然而在发展中国家中小企业自有资金在融资中的重要性弱于发达国家，并且发展中国家对外源资金的依赖程度更大，但其获取外部资金并不容易。不完善市场环境中的中小企业融资行为顺序与融资意愿顺序存在差异性，其融资选择具有被动性。那么茶叶企业的现实融资情况究竟如何？不同成长阶段的茶叶企业在这方面是否存在差异？融资行为与融资意愿是否匹配？将在后续研究中逐步分析。

# **5** 福建茶叶企业的融资现状分析

## **5.1** 福建茶叶企业现状分析

茶叶发源中国，广传世界。在世界三大饮料中，茶因其功效最多、历史最久、文化最深、受众最广等因素，而高居榜首，比咖啡、可可更为流行，深受世界各国人民的喜爱。中国是茶叶的故乡，有道是“世界茶业看中国”，全国20个省份

产茶，2010年全行业总产值达1320亿元，从事与茶相关行业的人口高达8000多万（来自《中国茶产业发展报告（2011）》）。茶业已然成为中国提高农村经济效益、社会效益、生态效益等“三效合一”的重要产业。

180

160

140

120

100

80

60

40

20

0

2008

2006

2004

2002

2000

1998

1996

1994

1992

1990

1988

25.0%



全国茶产量福建比重

20.0%

15.0%

10.0%

5.0%

0.0%

2010

**图5-1 全国茶叶产量和福建茶叶产量比重变动1998-2011**

**Fig5-1 Tea production changes in the proportion in the country and Fujian province from 1998-2011**

数据来源：海峡茶产业发展报告（2011）

“中国茶业看福建”，福建省是我国的一个产茶大省，拥有六个全国第一：茶叶产量占全国20％（图5-1），位居全国第一；茶类之齐全为全国第一；乌龙茶产量、产值、出口创汇全国第一（图5-2）；茶叶单产全国第一；国家级、省级茶树品种，无性系茶树良种率全国第一；对台茶业合作与交流全国第一。其中

2001年茶叶产量为13.39万t，茶叶种植面积为13.07万hm2, 2010年茶业产量增长203.58%，达27.26万t；茶叶种植面积增长153.94%，达20.12万hm2，从

2001到2010年这十年间茶叶产量、茶叶种植面积平均增长速度分别为25.38%、

18.54%（表5-1）。此外，福建茶叶农业年产值100亿，涉茶产值500亿，企业 1

万多家，拥有在省内外的茶叶店、会所、分公司等超过12万家，从事茶相关行

业的人口将近400万人（来自《海峡茶产业发展报告（2011）》）。



红 茶 绿 茶 乌龙茶

100.0%

80.0%

60.0%

40.0%

20.0%

0.0%

2010

2008

2006

2004

2002

2000

1998

1996

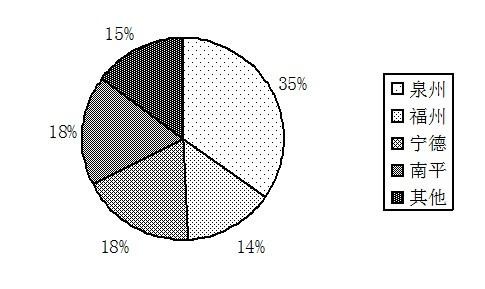
1994

1992

**图5-2 福建茶叶结构比重变动1992-2010**

**Fig5-2 Structure changes in the proportion in Fujian province from 1992-2010**

数据来源：海峡茶产业发展报告（2011）



**图5-3 福建省精制茶加工类企业分布图**

**Fig5-3 Distribution of refined processing tea enterprises in fujian province**

数据来源：海峡茶产业发展报告（2011）

福建省茶企业众多。据统计，截止2009年底全省拥有种植、加工、销售或

综合型等各类茶叶企业11921家。但因受到天气、地域、人工经验、管理水平等限制，茶树种植和茶叶加工（尤其是初加工）的主体依然是以单个小而全的农户

构成为主，茶叶家庭加工厂广泛而密集地分布在全省各大茶区，整个产业的组织化程度还比较零散。福建省拥有大小茶叶初、精制加工厂8000多家，大部分规

模都不大，分布也比较分散。其中，精制茶加工类企业875家，泉州市305家，

福州市126家，宁德市160家，南平市155家，其余少数分布在厦门、漳州、三明、龙岩、莆田等地市（来自《海峡茶产业发展报告（2011）》）。见图5-3。

**表5-1 福建茶叶产量和种植面积情况（2001-2011）**

**Table5-1 Tea yield and planting area in Fujian province (2001-2011)**

| 年份 | 茶叶产量（万 t） | 茶叶种植面积（万 hm2） |
| --- | --- | --- |
| 2001 | 13.39 | 13.07 |
| 2002 | 14.33 | 13.34 |
| 2003 | 15.02 | 13.86 |
| 2004 | 16.44 | 14.51 |
| 2005 | 18.48 | 15.52 |
| 2006 | 20.01 | 15.98 |
| 2007 | 22.39 | 16.98 |
| 2008 | 24.73 | 18.91 |
| 2009 | 26.57 | 19.48 |
| 2010 | 27.26 | 20.12 |
| 2011 | 29.60 | 21.13 |

数据来源：福建统计年鉴（2012）

### **5.1.1** 福建龙头茶叶企业

近年来，福建各地都比较重视龙头企业的培育。各主要茶区通过建设龙头企业带动广大茶农形成专业化生产、规模化加工、一体化经营、企业化管理、社会化服务的产业格局。截止2009年底，全省已拥有龙头企业174家，其中国家级

茶叶龙头企业2家、省级茶叶龙头企业34家、地（市）级茶叶龙头企业138家，

181家企业取得自营进出口经营权。在中国茶叶流通协会评选的“2010年中国茶叶行业百强企业”中，福建省有32家企业入围（表5-2），入围数量再居全国第

一。

**表5-2** **2010年度中国茶叶行业百强企业福建省企业入围名单**

**Table** **5-2** **Shortlist of Top 100 enterprises in China tea industry from Fujian province**

| 序号 | 企业名称 | 序号 | 企业名称 |
| --- | --- | --- | --- |
| 7 | 安溪八马茶业有限公司 | 48 | 安溪志宏制茶有限公司 |
| 10 | 泉州市理想茶叶有限公司 | 52 | 福州福民茶叶有限公司 |
| 14 | 福州春伦茶业有限公司 | 56 | 福建三和茶业有限公司 |
| 18 | 福建敖峰闽榕茶业有限公司 | 59 | 福建绿叶茶业发展有限公司 |
| 20 | 福州满堂香生态农业有限公司 | 64 | 福建新坦洋茶业集团 |
| 24 | 福建魏氏茶业有限公司 | 65 | 福建福安市城湖茶叶有限公司 |
| 26 | 福建省天禧御茶园茶业有限公司 | 69 | 福建省广福茶业有限责任公司 |
| 28 | 日春股份公司 | 73 | 福建坦洋工夫集团股份有限公司 |
| 30 | 厦门茶叶进出口有限公司 | 75 | 福建省南方佳木茶业有限公司 |
| 32 | 福建大自然茶业科技有限公司 | 77 | 福建省天湖茶业有限公司 |
| 34 | 武夷星茶业有限公司 | 78 | 福建省福鼎市莲峰茶业有限公司 |
| 36 | 福建品品香茶业有限公司 | 80 | 福建省银龙茶叶科技有限公司 |
| 37 | 福建茶叶进出口有限公司 | 85 | 福建郑源茶业有限公司 |
| 38 | 福建省泉州市日泰茶业有限公司 | 86 | 福建誉达茶业有限公司 |
| 42 | 宁德市奇隆翔农业有限公司 | 90 | 安溪县桃源有机茶场有限公司 |
| 44 | 福建富源茶业有限公司 | 94 | 福建省满园春茶业有限公司 |

资料来源：中国茶叶流通协会

### **5.1.2** 福建茶叶企业经营状况分析

随着茶叶市场竞争的白热化和消费者品牌意识的提升，许多茶叶企业不断增加资本投入，提高管理水平，源头开展基地建设，终端实行连锁经营。到2009年，全省先后有107个产品获无公害认证、115个产品获绿色食品认证、54个产品获有机认证。目前，全省进行品牌化运作的茶叶企业约有500家。“安溪铁观

音“、”武夷ft大红袍“、”坦洋工夫“、”政和工夫“、”福鼎白茶“等5个区域性商标

和“凤ft”、“八马”、“三和”、“日春”、“天福”、“海堤”等6个企业或产品商标获

得工商行政管理总局认定的“中国驰名商标”称号，此外，有全国名牌农产品3个，

地理标志产品26个，省著名商标30多个。茶叶的连锁经营、加盟经营已成为茶叶销售的一种主要形式。在中国大陆，福建茶叶拥有的连锁店、营销专柜、茶馆、会所超过5万家（表5-3）。

**表5-3 福建部分连锁店数量逾百家茶企业名录（截止2011年初，单位：家）**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 企业名称 | 直营店  (含控股) | 加盟店 | 分公司  (办事处) | 其中茶馆  (会所) |
| 天福集团 | 1120 | 0 | 9 | 5 |
| 福建八马茶业有限公司 | 425 | 275 | 2 | 2 |
| 福建安溪铁观音集团股份有限公司 | 15 | 480 | 7 | 0 |
| 厦门华祥苑实业有限公司 | 150 | 407 | 22 | 12 |
| 泉州盛世三和茶业有限公司 | 300 | 30 | 0 | 0 |
| 福建大自然茶业科技有限公司 | — | 250 | 6 | 0 |
| 长和茶业 | 3 | 210 | 1 | 1 |
| 冠和名茶 | 15 | 80 | 4 | 1 |
| 武夷星茶业有限公司 | 30 | 170 | 10 | 0 |
| 九曲红茶 | 120 | 0 | 1 | 0 |
| 节节清（福建）茶业有限公司 | 21 | 56 | 7 | 11 |
| 福州满堂香生态农业有限公司 | 71 | 360 | 78 | 18 |
| 福建坦洋工夫集团股份有限公司 | 45 | 105 | 0 | 0 |
| 福建新坦洋茶业（集团）股份有限公司 | 4 | 123 | 15 | 0 |
| 兴旺茶业有限公司 | 95 | 5 | 0 | 0 |
| 福建省天禧御茶园茶业有限公司 | 11 | 300 | 1 | 0 |

**Table5-3 listings of tea chain stores numbers more than hundred in Fujian province (to the early 2011, unit: number)**

注：福建品品香茶业有限公司、泉州理想茶叶有限公司等企业也有超过100家的茶叶。资料来源：中国茶叶流通协会

### **5.1.3** 福建茶叶企业控制人资产构成

近10多年来是茶叶企业快速发展的时期，不管是企业数量，还是企业规模

都有很大的增加。茶叶的价格和效益是其他大多数农产品所不可及的，因此，有一个发展趋势值得注意，即随着资本的进入和品牌化运作时代的到来，茶叶企业已开始分化，规模较大的企业越滚越大，规模较小的企业生存与发展越来越困难。这一点可以从茶叶企业控制人的资产构成中看出。

根据茶叶行业自身的特点，并借鉴杨江帆等人（2012）对茶叶企业的划型方法，本研究将：营业收入小于50万元的茶叶企业划为微型茶叶企业；营业收入

大于等于50万元且小于500万元的茶叶企业划为小型茶叶企业；营业收入大于

等于500万元的茶叶企业划为中型茶叶企业。从中、小、微型等不同规模的茶叶企业控制人的资产构成中看出，较大规模的企业控制人比较小的企业控制人在财力上要高出数十倍，甚至数百倍（表5-4）。

**表5-4 不同规模茶叶企业控制人平均资产构成情况**

**Table** **5-4** **The average asset composition for controller in different scale tea enterprises**

|  | | | | | | 其他个人固 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 家庭拥有资 | 控制人总 | 价值 | 其中已抵押 | 价值 |  |
| 企业规模 |  |  |  |  |  | 定资产价值 |
|  | 产（万元） | 房产（套） | （万元） | 房产（套） | （万元） |  |
|  |  |  |  |  |  | （万元） |
| 总平均 | 1345.18 | 2.93 | 460.82 | 1.81 | 372.66 | 219.22 |
| 中型 | 3415.74 | 5.42 | 928.42 | 2.25 | 612.50 | 487.00 |
| 小型 | 367.73 | 1.75 | 206.67 | 1.57 | 198.57 | 112.31 |
| 微型 | 133.31 | 1.60 | 120.00 | 1.33 | 70.00 | 69.00 |

数据来源：根据调查与问卷整理

基于茶叶企业的实际情况和对全省茶叶企业随机抽样调查结果，本研究还将茶叶企业划分为四大类：A类为“种植加工营销型企业”；B类为“加工营销型企业”；C类为“营销型企业”；D类为“综合型企业”，即集种植、加工、营销和研发于一体的企业。本文所涉及的图表仅用A类、B类、C类或D类标识。

从各种类型企业控制人的资产构成情况来看，综合型企业控制人平均家庭资产最多，营销型企业最低，种植加工营销型、加工营销型两类居于中间。详见表5-5。

**表5-5 不同类型茶叶企业控制人平均资产构成情况**

**Table** **5-5** **The average asset composition for controller in different type tea enterprises**

|  |  |  |  |  |  | 其他个人固 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 家庭拥有资 | 控制人总 | 价值 | 其中已抵押房 | 价值 |  |
| 企业类型 |  |  |  |  |  | 定资产价值 |
|  | 产（万元） | 房产（套） | （万元） | 产（套） | （万元） |  |
|  |  |  |  |  |  | （万元） |
| 总平均 | 1345.18 | 2.86 | 461.52 | 9.73 | 379.55 | 219.22 |
| A 类 | 421.82 | 1.67 | 134.55 | 1.29 | 85.71 | 38.00 |
| B 类 | 297.14 | 1.40 | 152.00 | 0.75 | 70.00 | 175.00 |
| C 类 | 134.17 | 1.57 | 126.43 | 1.75 | 61.25 | 35.00 |
| D 类 | 2180.30 | 3.91 | 744.00 | 16.90 | 623.61 | 311.75 |

数据来源：根据调查与问卷整理

## **5.2** 福建茶叶企业融资的总体状况分析

### **5.2.1** 融资渠道和融资用途

问卷调查结果显示，在221家茶叶企业中，有200家企业以自有资金作为融资的主要资金来源渠道之一，占90.5%（200/221）；有选择向金融机构贷款的茶叶企业有187 家，占84.6%（187/221）；有选择民间借贷有162 家，占73.3%

（162/221）；有选择政府资助20 家，占9%（20/221）。选择向金融机构贷款的

187家茶叶企业中：有116家选择向工农中建交等五大国有股份制银行贷款，占

62%（116/187）；有108家选择向农村合作金融机构贷款，占57.8%（108/187）；有21家选择向招商、民生等股份制银行贷款，占11.2%（21/187）；有11家选择向邮政储蓄银行贷款，占6%（11/187）（见图5-4）。选择向民间借贷的162家茶叶企业中，80.2%（130/162）是低利率互助型借贷，29%（47/162）是企业集资型借贷，24%（39/162）是发放高息型借贷。在20家获得政府资助企业中，60%

（12/20）企业获得财政贴息，40%（8/20）是税收优惠，还有40%（8/20）获得政府直接补助或投资，20%（4/20）企业获得用地便利及优惠。

国有股份制银行 农村合作金融机构股份制银行

邮政储蓄

企业数

140

120

100

80

60

40

20

0

金融机构

**图5-4 受调查茶叶企业金融机构使用情况**

**Fig5-4 The use of financial institutions in surveyed tea enterprises**

数据来源：根据调查与问卷整理

企业在资金困难的时候，49.3%（109/221）表示会向金融机构申请贷款以解决资金困难，39.8%（88/221）通过民间借贷，2.2%（5/221）的企业以拖欠货款的方式以解决资金周转问题。其中在88家选择民间借贷的企业中，97.7%（86/88）茶企表示选择低利率互助型借贷，23.9%（21/88）选择企业集资型借贷，19.3%

（17/88）会选择高息型借贷，还有4.5%（4/88）的茶企通过不规则的中介借贷。问卷调查显示，对于通过融资得来的资金，茶叶企业考虑的使用途径主要是

以扩大再生产为主。其中，75.1%（166/221）的茶企会考虑采购原材料、购买土地建厂房、购买设备和增加销售门店等扩大再生产活动；9.5%（21/221）选择投入研发工作；9%（20/221）考虑用于间接投资；仅2.7%（6/221）考虑用于发工资。其中用于间接投资的20家企业中，有85%（17/20）企业对房地产投资，30%

（6/20）企业有投资股票等证券，还有15%（3/20）企业对其他实体进行投资。

### **5.2.2** 贷款额度和贷款方式

在调查的187家有向金融机构申请贷款的茶叶企业中，平均每次申请贷款金额50万元（含）以下占49.7%(93/187)，50-100万元（含）占12.8%(24/187)，100-200万元（含）占5.9%(11/187)，200-500万元（含）占18.2(34/187)，500-1, 000万元（含）占11.8%(22/103)，1, 000万元以上茶企占1.6%（3/187）。可见茶企的总贷款额度不大，主要集中在500万元以内，其中以50万元以下贷款居多。此外，仅31.6%（59/187）的茶企最终获得全额贷款，31%（58/187）的茶企最终获得贷款的比例为20%（含）以下，5.3%（10/187）的茶企最终获得贷款的比

例为20%-40%，9%（17/187）的茶企最终获得贷款的比例为40%-60%，8%（15/187）的茶企最终获得贷款的比例为60%-80%，10.2%（19/187）的茶企最终获得贷款的比例为80%-100%（见图5-5）。

全额, 59, 31.6%

没有获得贷款比例，9, 4.8%

20%（含）以下, 58,

31%

80%-100%, 19,

10.2%

60%-80%（含）,

15, 8%

20%-40%（含）,

10, 5.3%

40%-60%（含）,

17, 9%



**图5-5 受调查茶企最终获得贷款比例**

**Fig5-5 Eventually loans ratio in surveyed tea enterprises**

数据来源：根据调查与问卷整理

在178家获得贷款的茶叶企业中，74.7%（133/178）表示以抵押获取贷款，

52.2%（93/178）表示通过信用方式取得贷款，51.1%（91/178）是利用担保的方式获得贷款。在没有获得或者仅部分获得贷款的128家茶企中，43.8%（56/128）企业表示是由于缺乏抵押物而无法获得全额贷款，30.5%（39/128）反映是由于企业规模小、竞争力弱，24.2%（31/128）的企业说明是由于企业信用等级低，

15.6%（20/128）说明是由于没有熟人，14.8%（19/128）表示缺乏担保，5.5%（7/128）是由于资产负债率低（见图5-6）。而获得全额贷款比例的59 家茶企中，88.1%

（52/59）企业表示是由于有抵押物，83.0%（49/59）反映企业信用等级高，79.7%

（47/59）表示自己的企业规模大、竞争力强，67.8%（40/59）表示有较强的担保，还有28.8%（17/59）反映资产负债率低，8.5%（5/59）表示是通过熟人。可见，是否有抵押物、企业规模大小及竞争力强弱以及企业信用等级是企业能否获得贷款的关键因素。至于34家茶企没有申请贷款的原因，有67.6%（23/34）是由于暂不需要，29.4%（10/34）的茶企反映贷款手续太麻烦，14.7%（5/34）企

业表示没有抵押品，14.7%（5/34）表示利率太高。因此，除了企业自身的因素外，银行本身也需要简化手续和降低利率以扩大茶企的融资市场。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  |  |  |  | |  |  |  |  | |  |
|  |
|  |
|  | | |
|  |  |  |
|  | | |
|  |  |  |
|  | | | | |  |
|  |  |  |  |  | |
|  | | | | | | |
|  |  |  |  |  | |  |
|  | | | | | | | | | |  |
|  |  |  |  |  | |  |  |  |  |

资产负债率低

没有熟人缺乏担保

企业信用等级低企业规模小、竞争力弱

缺乏抵押物

0.0% 5.0% 10.0% 15.0% 20.0% 25.0% 30.0% 35.0% 40.0% 45.0% 50.0%

**图5-6 受调查茶企没有获得或者仅部分获得贷款原因**

**Fig5-6 The reason that surveyed tea enterprises didn't get loans or only get part of loans**

数据来源：根据调查与问卷整理

## **5.3** 中、小、微型茶叶企业的差异化融资分析

茶叶企业由于受到规模的影响，其融资来源、融资额度、融资决策也呈现不同的特征，本研究将茶叶企业规模分成三类：年营业收入人民币50万元（含）以下的为微型茶企、50-500（含）万元的为小型茶企、500万元以上的为中型茶企三大类。

### **5.3.1** 微型茶叶企业融资分析

调查的24家营业收入50万元（含）以下的茶企，规模小，多以自有资金为主。数据显示，91.7%（22/24）的此类茶企以自有资金作为资金来源的主要渠道之一，54.2%（13/24）向金融机构申请贷款，41.2%（10/24）向民间借贷。

微型茶叶企业在企业经营困难的情况下，直接向民间借贷少量的资金，基本能够及时缓解资金短缺所带来的经营压力。调查数据显示，66.7%（16/24）茶企通过向民间借贷以解决资金困难，20.8%（5/24）反映会向金融机构贷款，8.3%

（2/24）的企业会通过拖欠货款的形式来解决资金周转问题。

在向金融机构贷款的13家微型茶企中，53.8%（7/13）的企业每次申请贷款

的金额都在人民币50万元（含）以下，46.2%（6/13）的企业申请贷款金额达到

人民币50-100万元（含）左右。此外，该类企业向金融机构申请的贷款种类多

为短期流动资金贷款，占比100%（13/13），还款期限在1年以内；企业获取贷款的方式以房产抵押为主，占比76.9%(10/13)，23.1%（3/13）企业通过信用的方式获取贷款。

就未来融资需求趋势而言，目前由于银根收紧，微型茶企普遍认为现行利率相对较高，54.2%（13/24）企业认为勉强可以承担，33.3%（8/24）认为很高，不能接受。因此在目前利率情况下，微型茶企对于未来是否希望获得贷款持消极看法。数据显示79.2%（19/24）的企业不希望获得贷款，而仅有20.8%（5/24）的企业希望获得贷款。同时，企业希望的贷款品种较为单一，以短期资金流动为主，占79.2%(19/24)，33.3%（8/24）考虑中长期贷款。选择短期贷款主要是由于茶叶本身的采收、采购季节相对较短，资金周转速度快成为企业选择短期贷款理由的首要原因。

### **5.3.2** 小型茶叶企业融资分析

在营业收入人民币50-500万元（含）的99家小型茶企中，其资金来源仍以自有资金为主。92.9%（92/99）的小型茶企以自有资金作为资金来源的主要渠道之一，88.9%（88/99）向金融机构申请贷款，78.8%（78/99）向民间借贷，5.0%

（5/99）获得政府资助。

与营业收入50万元（含）以下的微型茶企相比，小型企业经营困难的情况下，会考虑向金融机构贷款来解决资金短缺所带来的经营压力。调查显示：48.5%

（48/99）的企业反映通过向金融机构贷款，43.4%（43/99）通过向民间借贷以解决资金困难，5.0%（5/99）通过拖欠货款的形式来解决资金周转问题，还有

3.0%（3/99）的企业认为贷款贷不起（见图5-11）。这是由于此类企业若是经营困难，所需求的流动资金相对较大，同时民间借贷成本较高，因此在企业本身的经营资质和信用条件允许的情况下，企业也会考虑向金融机构贷款。

数据显示，88家有向金融机构贷款的小型茶叶企业中，63.6%（56/88）的企业申请贷款金额主要是以人民币50万元（含）以下，18.2%（16/88）获得50-100

万元（含）的贷款金额，18.2%（16/88）的企业获得100万元以上的贷款金额（见图5-7）。同时，81.8%（72/88）的企业申请的贷款种类为短期流动资金贷款，还款期限1年以内；25%（22/88）的企业申请中长期贷款，还款期限在1年以上。

100%（88/88）有融资经验的企业都希望通过融资以扩大再生产，增加销售门店。



200-500 万元

（含）, 6, 6.8%

100-200 万元（含），

10, 11.4%

50-100 万元（含）,

16, 18.2%

50 万元（含）以下,

56, 63.6%

**图5-7 小型茶企平均每次贷款金额情况**

**Fig5-7 Average loan amount for small tea enterprises**

数据来源：根据调查与问卷整理

小型茶叶企业获取贷款的方式主要以抵押为主，部分企业采用担保或信用的方式获取贷款。数据显示75%（66/88）的企业通过抵押获取贷款，50%（44/88）的企业利用担保，还有25%（22/88）的企业利用信用的方式获取额度较小的贷款（见图5-8）。由于该类企业申请金额较小，且多以房产作为抵押，63.6%（56/88）企业均能够获得80%以上的贷款（见图5-9）。32家小型企业未能获得自己希望的贷款额度，其中68.8%（22/32）的该类企业表示是由于缺乏抵押物，40.6%

（13/32）的企业反映其理由是企业规模小、竞争力弱。

70

60

50

40

企业数

30

20

10

0

抵押担保信用

**图5-8 小型茶企获取贷款方式**

**Fig5-8 The ways to obtain loans for small tea enterprises**

数据来源：根据调查与问卷整理



60%（含）以下,22,

25%

80%-100%, 56,

63.6%

60-80%（含）,10，

11.4%

**图5-9 小型茶企获得贷款比例**

**Fig5-9 The loans ratio for small tea enterprises**

数据来源：根据调查与问卷整理

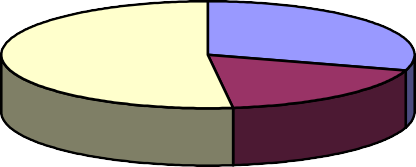
就未来融资需求趋势而言，在99家营业收入在人民币50-500（含）万元的小型茶企中，对于未来企业发展持较为积极的态度，未来有贷款需求的企业占

54.5%（54/99）。但是在这54家有贷款需求的茶企中普遍认为现行利率偏高（见图5-10）。未来企业希望的贷款品种仍然比较单一，以短期流动资金贷款的方式为主，主要原因是短期流动资金周转快，相对于民间借贷，其成本也比较低。在调查中还发现，该类企业普遍反映目前金融机构贷款对于此类规模企业门槛较高，贷款程序较为复杂，对于资金周转要求比较高的茶企来讲，影响比较大。若能适当放宽贷款门槛，简化贷款程序，企业未来融资需求也会得到很大的提高。

刚好合适，16，29.6%

不能接受，10，18.5%

勉强可以承担，28， 51.9%



**图5-10 小型茶企对现行利率看法**

**Fig5-10 Views on current interest rates to small tea enterprises**

数据来源：根据调查与问卷整理

### **5.3.3** 中型茶叶企业融资分析

在调查的98家年营业收入人民币500万元以上的中型茶企中，企业控制人的教育水平和财务基本状况得到大幅提高，企业的财务管理制度明显比较成熟。该类茶企资金来源明显多样化，除了靠自有资金，企业还会向金融机构或者民间借贷用以扩大再生产，部分资质较好的茶企还能够得到政府的资助。数据显示，

91.8%（90/98）的此类茶企将自有资金作为资金来源的主要渠道之一，87.8%

（86/98）有向金融机构贷款，75.5%（74/98）向民间借贷，18.4%（18/98）的企业能够获得政府的支持。其中在86家向金融机构贷款的茶企中，81.4%（70/86）获得工农中建交五大国有银行的融资，69.8%（60/86）获得农村合作金融机构的资金支持，23.3%（20/86）从招商、民生等股份制银行中获得贷款。

80%

70%

60%

50%

40%

30%

20%

10%

0%

微型茶企

小型茶企中型茶企

向金融机构贷款 民间借贷

拖欠货款

贷款贷不起

资金困难解决方法

**图5-11 中、小、微型茶企资金困难解决方法比较**

**Fig5-11The comparison of solving financing difficulties in medium, small and mini tea enterprises**

数据来源：根据调查与问卷整理

与营业收入500万元以下的小、微型茶企相比，营业收入达到500万元以上的中型茶企，规模达到一定的程度，在经营困难的情况下，更倾向于向金融机构贷款。调查显示72.4%（71/98）会考虑向金融机构贷款，25.5%（25/98）向民间借贷来解决资金短缺所带来的经营压力（见图5-11）。其原因，一方面与营业收入500万元以下的小、微型茶企相比，大部分中型茶企与金融机构的联系程度比

较频繁（见图5-12），长期与金融机构合作，对金融机构的贷款程序比较了解；另一方面，企业规模较大，竞争力较强，抵押能力较强，获得贷款的概率较高。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 29% 29% | | | | | | | | | | | |
|  | | | |  |  | 24.20% | | | | | |
|  | | | |  |  |  | | | |
|  | | | |  |  | | | |
|  | | | |  | 9.70% | | | |
| 6.50%  3.20% | | | |  | 4.80 | | % |  |
|  |  |  | | 0 |  |  |  |
|  |  |

35.00%

30.00%

25.00%

20.00%

15.00%

10.00%

5.00%

0.00%

50-500万元（含）

500万元以上

与金融机构联系频繁程度

**图5-12 中、小型茶企的金融机构联系频繁程度比较**

**Fig5-12 The contact of financial institutions frequency comparison in medium and small tea enterprises**

数据来源：根据调查与问卷整理

同时，86家向金融机构贷款的中型茶叶企业，申请贷款的额度明显增大，金额在500万元以上的企业占26.7%（23/86），金额在500万元（含）以下占73.3%

（63/86）（见图5-13）。而由于采收茶叶季节性短，该类企业申请的贷款种类仍然是以为短期流动资金贷款为主。在86家有向金融机构贷款的企业中，83.7%

（72/86）选择短期流动资金贷款，还款期限1年以内；仅20.9%（18/86）的企业申请中长期贷款，还款期限在1年以上。该类企业获取贷款的方式仍然以抵押

和信用为主，其中通过抵押贷款占79.1%（68/86），以信用方式获得贷款占67.4%

（58/86），担保占40.7%（35/86），还有11.6%（10/86）茶企通过质押的方式获取贷款。部分银行根据企业的资质情况，如是否获得QS认证等，以茶企联保的形式，互相提供担保和监督，使得该类企业容易获得金融机构的资金支持。

就未来融资需求趋势而言，营业收入在人民币500万元以上的中型茶企，目前积极开拓市场，对未来企业的发展前景非常乐观。未来还希望通过金融机构获取贷款的想法占83.7%（82/98）。在82 家还希望通过金融机构贷款的企业中，

86.6%（71/82）企业能接受目前的利率。未来企业希望的贷款品种仍然比较单一，

以短期流动资金贷款的方式为主。

500万元以上，

23, 26.7%

200-500万（含）,

32,37.2%

50万（含）以下, 10,

11.6%

50-100 万

（含）,9,10.5% 100-200 万

（含）,12,14%

**图5-13 中型茶企平均每次贷款金额情况**

**Fig5-13 The average loan amount to medium-sized tea enterprises**

数据来源：根据调查与问卷整理

对于目前金融机构的服务情况，56.1%（55/98）的中型茶企表示如果银行能够专门针对小企业特点设计金融产品，可以扩大其融资需求；50%（49/98）的中型茶企表示如果能够放宽对企业的担保条件和设置更合理的贷款业务流程，也能够有助于目前的服务情况的改进。此外，还有35.7%（35/98）的企业表示希望放宽银行对企业财务状况或经营状况的要求。

## 5.4 小结

问卷调查结果显示，福建茶叶企业在融资过程中，大多数首先考虑的是将自有资金作为主要融资渠道，在进行采购原材料、购买土地建厂房、购买设备和增加销售门店等扩大再生产的活动中，遇到资金困难时，茶叶企业会考虑向金融机构贷款、民间借贷等外源融资渠道。初步来看，茶叶企业先考虑内源融资，再考虑外源融资的融资行为与啄食顺序理论的内容是相一致的，但这还不足以就此判断啄食顺序理论对茶企融资行为有无解释力，也还无法揭示茶企的融资顺序究竟是如何的，这些还有待于下一章的进一步研究。

从茶叶企业的外源融资来看，融资渠道较为单一，银行贷款是其获得外部资金的最主要渠道，且主要集中在大型国有银行和农村合作金融机构，从中小金融机构获得贷款的比例相对较少。在贷款额度上，茶企的总体贷款额度不大，主要集中在500万元以内，其中以50万元以下贷款居多。在获得贷款的方式上，福

建茶叶企业主要以抵押、信用、担保的方式获得贷款。而缺乏抵押物、企业规模小、竞争力弱、企业信用等级低、没有熟人、缺乏担保等是茶企获得金融机构贷款的主要障碍。因此，如何进一步拓宽茶叶企业的融资渠道，建立与茶叶企业特点相适应的金融服务模式，充分发挥小额贷款金融机构对茶叶企业的服务优势，创新茶叶企业融资抵押、担保机制等问题都还有待于进一步探讨。

本章将茶叶企业按规模分成三类：年营业收入人民币50万元（含）以下的为微型茶企、50-500（含）万元的为小型茶企、500万元以上的为中型茶企。通过对比研究发现，中、小、微型茶叶企业在融资来源、融资额度、融资决策等方面也呈现不同的特征，这是否与茶叶企业的不同成长阶段有关？而现有文献对啄食顺序理论的检验，并没有直接比较成熟型企业和成长型企业哪一个更符合？基于此，本研究将尝试把成熟型茶企和成长型茶企分开来进行融资顺序的检验，以揭示随着茶叶企业特质的不断变化其融资选择是如何变化的。

# **6** 福建茶叶企业融资顺序的经验分析

本章通过查找文献，对替代变量和计量模型的应用作了综述，在此基础上，对本文选取的变量的计量模型作了说明。接下来是实证分析。首先使用线性回归模型来检验啄食顺序理论，依据的是实证结果下的自变量符号是否和啄食理论指导下的自变量预期符号相一致；用Lemmon和Zender增强型模型检验谁更符合啄序理论；第三次是用次序（有序）回归模型在融债和融股都许可的假设下，对融资顺序意愿进行检验。

不同替代变量和模型的选择，可能导致经验检验的结论不一致。

## **6.1** 变量选择

### **6.1.1** 替代变量选择依据

杠杆决定因素常以抽象的术语出现，甚至杠杆本身也是这样。他们并不是唯一的，Titman and Wessels（1988）认为，这可能会导致检验结果的解释出现偏差。在衡量杠杆和其他决定因素，哪一个替代变量最好，就没有一致意见，也许永远不会有一致的意见。然而，了解资本结构的经验研究中使用过的各种替代变量显得重要而又有趣，目的是显而易见的，如果没有研究所需要的特征替代变量，就需要其他的替代变量，这对发展中国家的研究者特别重要。因为他们面临公开数据有限和数据质量不高的问题。当然选择替代变量的最好方法是理论依据，表6-1是一个较为完整的替代变量一览表。

**表6-1** **替代变量一览表**

**Table** **6-1** **Survey of proxy**

变量替代来源

杠杆发行的净债券/资产

发行的总债券/资产债务的变化率

Shyam-Sunder & Myers (1999)

帐面债务/(账面债务+股 Hovakimian et al. (2001)

票市值）

市值债务/帐面债务

长期债务/股票帐面值 Graflund (2000)

税位/税盾

债务/股票市值

长期帐务/股票市场

已付税额/销售额（资产）Shyam-Sunder & Myers (1999)

投资税收抵免Graflund (2000)

非债务税盾

研发支出/资产折旧费用/资产

投资税收抵免/资产折旧/资产

Fama & French (2002)，肖作平和吴世农（2002），肖作平（2004），黄贵海和宋敏（2004）

Titman & Wessel (1988)

破产成本收入波动率

Fama & French (2002)

风险/波动

资产的自然对数

率 (固定费用-EBIT) /收入的标准差

Marsh (1982)

无形资产/成长性/投资机会

研发支出/销售额（资产）Shyam-Sunder & Myers (1999), Fama & French

(2002)，Hovakimian et al. (2001), Titman & Wessel (1988)

研发支出Long & Malitz (1985)

资产变动/资产Fama & French (2002), Titman & Wessel (1988)，

陆正飞和辛宇（1998），肖作平和吴世农（2002）

资产市值/账面值 Fama & French (2002)

资产账面值/市值 Smith & Watts (1992)

资本支出/资产 Titman & Wessel (1988)

代理成本托宾Q值Graflund (2000)，肖作平（2004）

债务成本

3个月期国库券利率

长期债务

盈利能力

营业收入/销售额（资产）Shyam-Sunder & Myers (1999)

息前，税前收入/资产Fama & French (2002), Booth等（2001），

黄贵海和宋敏（2004）资产的市值/账面值Fama & French (2002)息前，税后收入/资产Fama & French (2002)

3年的平均资产回报率Hovakimian et al. (2001)，

Titman & Wessel (1988)

投资回报率Marsh (1982)

固定资产 （产房+设备）/销售额（或

资产）

Shyam-Sunder & Myers (1999)， 黄贵海和宋敏 (2004)

唯一性

销售费用/销售额Hovakimian et al. (2001)，肖作平（2004）研究开发费用/销售收入Titman and Wessels(1988)

退出比率Titman and Wessels(1988)

（广告+研究开发费用）/销售收入

Bradley等（1984）

无形资产/总资产肖作平和吴世农（2002）规模资产的自然对数Titman and Wessels（1988）

中等真实销售额Smith & Watts (1992)

总资产的自然对数洪锡熙和沈艺峰（2000），肖作平和吴世农（2002），

主营业务收入的自然对数

肖作平（2004）

陆正飞和辛宇（1998）

销售额的自然对数Titman and Wessels ( 1988)，Rajan 和Zingales

（1995），Booth等（2001），黄贵海和宋敏（2004）行业特征行业分类码Bradley等（1984），Titman and Wessels（1988），陆

正飞和辛宇（1998），洪锡熙和沈艺峰（2000），郭鹏飞和孙培源（2003）

收入波动性

年收入一阶差分的标准差/样本期内平均总资产

Bradley等（1984）

主营业收入的变动程度肖作平和吴世农（2002）

营业收入变动百分比的标准差

Titman and Wessels(1988)

收入与资产比率的标准差

Booth等（2001）

### **6.1.2** 替代变量选择说明

由于茶企经营者有相当一部分文化水平不高，有部分企业规模较小，经营帐目不全，平时并无系统记录数据的习惯，故在上述表格中选择取变量遵循以下几条原则：（1）实际原则。原则考虑多设几个标杆指标，希望较全面反映资本结构，如将负债与债务区别开来，负债=债务+应付交易额+应付税费+其他负债，可被调查者并不十分清楚应付交易额是多少，在他们的眼中，负债（Liabilities）就是债务（Debts）。如还想获得租赁（长期租凭和短期租凭）的数据，也较为困难。还有受访茶企没有一家上市，故无股票帐面价值这一指标，因此就不能选取与股票帐面价值有关的杠杆（率）变量。故本文因变量只有两个，长期债务（率）和短期债务（率）。（2）结合行业特点的原则。非债务税盾即可以用折旧与资产的比值来表示，也可以用投资税收减免与资产比值来表示，还可以用研发投入（包装设计提升，野生茶种寻觅，制茶工艺改进，优质茶林地选取和广告支出等）与资产比值，一些企业并无（或有，但并不清楚）折旧和投资税收减免的数据，而这些年来对研发投入的支出却较为清楚（也许是他们更重视研发的投入），故本文选取研发支出与资产的比值来表不示非债务税盾。（3）够用原则。不管是因变量还是自变量的数量要有个适度。变量个数多，一是不容易分析（特别指因变量），二是可能造成共线性。本文选取了两个因变量长期债务率和短期债务率来借债杠杆率，七个自变量都是杠杆率的重要影响因素（Indranarain Ramlall（2009）），能够达到本文的研究目的。本文具体变量选取详见本章表6-2。

### **6.1.3** 变量设置

根据本章前面对替代变量选择的综述，根据数据的可得性和准确性的原则，本文选取长期债务率和短期债务率作为因变量，非债务税盾、利润率等作为自变量，各变量的含义和表达式如下（表6-2）：

**表6-2 变量符号及其含义、数据来源、预期符号一览表**

**Talbe6-2 List of variable symbols, meanings, expressin and expected sign**

变量

变量含义表达式代码

预期符号

LTDeb/STDeb

因

变量

（Y）

LTDeb

STDeb

长期

债务率短期债务率

长期债务=（长期民间借贷+长期

银行贷款+其他长期债务）/总资产短期债务=（短期民间借贷+短期银行贷款+短期其他债务）/总资产

NDTS

非债务税盾

非债务税盾=研发投入/总资产－/－或+

PRO利润率利润率=税前利润/总资产－/+

自变量

(X)

TANG

SIZE

资产

有形资产率=固定资产/总资产+/－

有形率

企业

企业规模=ln（总资产）+/－

规模

GRO成长性成长性=无形资产/总资产－/+

AGE

企业

年数=2011.7－企业成立年月份+/+

年限

INV投资率投资率=投资额/总资产－/+

## **6.2** 模型选择

### **6.2.1** 模型选择依据

在对资本结构假说的经验检验上，至少使用了5种方法：观测样本，横截面

（和面板），回归模型，两步骤横截面回归模型，logit模型，潜在变量法和动态模型。

Logit模型和潜在变量法只是简单的加以讨论，因为模型都使用了横截面或者面板回归。唯一的区别是因变量的模型不同：横截面使用的是连续变量。而logit和潜在变量法使用的是有限因变量。

##### （1）观察样本法

观察样本法是选择一小部分总体的一种统计方法。从分析样本结果，可以推导出总体结果。这种方法问题主要集中在总体框架，抽样方法和包括调查问卷在内的工具设计。一些现有文献已使用观测样本法来区分啄食顺序假设和静态权衡假设，如研究澳大利亚的Allen（1991），研究印度尼西亚的Ang et al.研究美国的Graham和Harvey（2001）和研究欧洲16国的Bancel和Mittoo（2003）。

##### （2）横截面和面板回归模型

以数据模型为基础，线性回归模型分成三类：横截面回归模型，时间序列回归模型，面板或混合横截面时间序列回归模型（Wooldridge, 2000）。横截面数据来自特定时间跨企业或国家数据，而时间序列数据是对特定企业或国家的长时间数据。面板数据是横截面和时间序列数据的混合。对静态权衡假设的经验检验利用的是均值回归（任务目标和调整过程）模型和横截面或面板回归模型。事实上，均值回归模型用的是横截面数据。因此我们可以把他们分成横截面或面板回归模型。他们分成两组：纯横截面回归模型和均值回归模型。前模型不能对债务目标进行调整，而后者能。

##### （3）纯横截面或面板回归模型

Schwartz & Aronson(1967)，Bradley et al. (1984)，Long & Malitz(1985)，Smitt & Watts（1992），和Rajan & Zingale（1995）用的都是纯横截面模型。模型如下：

*p*

*Yit**j xijt**it*

*j*1

（6.1）

其中，

*yit*是*i*企业*t*年的杠杆，是常数项，*j*是第*j*个系数，*xijt*是*i*企业

*t*年第*j*个杠杆影响因素，*ij* 是干扰项或误差项，*p*是杠杆影响因素个数，影响因素是根据理论来选取的。一些论文的影响并不相同。Harris & Raviv（1991）在第336页4归纳了债务杠杆的影响因素：变动率，破产概率，固定资产，非债务税盾，广告支出，研发支出，盈利能力，成长机会，规模，自由的现金流和产品单一性，并总结了杠杆和影响因素的相互关系。

技术上验证企业融资决策是遵循静态权衡假设或是啄食顺序假设，我们验证一特定参数或一些联合参数是否统计上显著和是否其符号和大小与某一特定假

设相吻合。

##### （4）均值回归模型

均值回归模型试图找到是否存在目标杠杆的调整过程或机制的证据。这有两个关键点：目标债务和实际债务。Taggart（1977），Auerbach（1985），Jalilvand &

Harris（1984）和Shyam-Sunder & Myers（1999）用的是均值回归模型，模型如下：

*Y*  *y*

*Y*( *y*\**y*)

（6.2）

*it* it1

*it* i it it

这里，是调整速度系数，*y*\*是*i*

*i*

企业*t*

年的目标杠杆。技术上，检验一个

企业的融资决策是遵循静态权衡假设还是啄食顺序假设，就是检验是不是显著

地不为0。如果是非显著地不为0，我们认为企业的融资决策遵循啄食顺序假设，否则遵循静态权衡假设。

均值回归模型的主要问题是如何估计目标杠杆。这个目标现实中不可观察。但至少有三种方法估计这个不可观测的债务目标水平，一是用历史平均，二是用移动平均，三是企业的历史特性信息。后者和下列模型相似：

*y*\**x*

*p*

（6.3）

*I* j  *ijt* it

*j*1

##### （5）两步横截面模型

上面使用横截面或面板回归模型受到了Fama & French（2002），他们认为被估参数的标准误差是无效的，建立在标准误差之上的推论也会误导。标准误差问题是跨企业的残差相关和年份的残差系列相关引起的。横截面模型会引起前者，面板模型会引起两种相关。

Fama & French（2002）在Fama & MacBeth（1973）的基础上提出两步横截面模型。模型使用横截面数据和时间序列数据分别做回归。第一步，我们做每年的横截面回归，得到了平均斜率（估计参数），第二步，我们在时间序列回归使用平均斜率。使用的标准差是第二步得到的标准差。在Fama & MacBeth（1973）认为，他们方法中的平均斜率与面板回归方法平均税率得到相同的信息，因此标准误差更有效和更强健。

Fama & French（2002）的模型和上面1，2，3模型相似，他们把1合成一

个单一模型如下：

*Y* / *A*  *y*

/ *A* ( *y*\* / *A* *y*

/ *A*)  *E*

  *E*

*T* t t1

*T* 1 *t* t t1

3 *It*4 *It*1 *t*

*T*1 1 *t*

2 *t*1

（6.4）

*A*t是资产，*E*t 是收入，*I*t是投资。他们认为杠杆只有两个影响因素，即收

入和投资。其他变量是下列模型中目标杠杆的影响因素：

*Yt* / *At*01*Vt* / *At*2 *ETt* / *At*3 *Dpt* / *At*4 *RDDt* / *A*

5 *RDt* / *At*6 ln( *At*)7*TPt* *t*

（6.5）

这*V*t是企业的市场价值，*ET*t 是税前收入，*Dp*t 是折扣费用，*RDD*t 是哑变量，

当研发是0，其值等于1，其他为0，*RD*t是研发支出，*TP*t是目标支出。5.5式的拟合值是5.4式目标杠杆的估计值。

##### （6）Logit模型和潜变量方法

不是用连续型变量测量杠杆，Marsh（1982）和Hovakimian（2001）用有限

（双值）变量来测度杠杆。如用债务或股票的发行选择权，或用债务减少或股票回归而不是用实际的杠杆水平。当因变量是二值的，上面的线性横截面或面板回归模型的使用就不适合了，因为违背了模型假设。能够适合二值因变量模型的就是logit模型。模型的具体条件和前面讨论过的横截面或面板回归模型和均值回归模型类似；唯一的区别是logit模型用融资选择作为因变量取代了杠杆变量。其他的可解释变量和均值回归过程类似。Hovakimian（2001）发现：企业倾向于将杠杆朝目标杠杆调整，因此和静态权衡理论一致。

在验证资本结构假说使用替代变量而受到Titman & Wessel（1988）。他们认为这种方法至少有三个缺陷。第一，没有一个唯一的替代变量，研究人员在选择替代变量无法避免偏颇；第二，一个被选的替代变量和另一个替代变量相关，这会导致回归模型中的多重共线性；第三，有测量误差问题，因为不能完美的测量替代变量。最后，可能会造成伪回归，因为测量误差存在于替代变量和干扰项中。为了克服这些缺陷，Titman & Wessel（1988）建议使用潜变量方法或线性结构模型；他们使用指示变量而不是替代变量。指示变量是不可观察的杠杆影响因素的函数。例如，成长性的指示变量，他们使用资本支出和资产之比和总资产的增长

率两个变量。产品单一性是研发支出和销售额之比，销售费用和销售额之比和退出率的函数。然而，他们的结果不是统一的，一些支持静权衡假设，一些支持啄食顺序假设。

##### （7）动态模型

Fischer et al.（1989）和Graflund（2000）指出上面所讨论的所有模型都是单一时期的模型，不能够抓住资本结构的动态行为，Fischer et al.（1989）提出了一个针对资本结构假说新模型。Graflund（2000）使用了协整分析，从而有可能 考察短期和长期的运行的动态资本结构。协整分析是计量模型的不可或缺的部分，已经得到了广泛的应用。

Graflund（2000）同时使用了协整分析的双变量和多变量模型。在双变量模型中，他检验了均衡关系的三个假设：（1）代理成本和杠杆，（2）破产成本和杠杆，（3）税盾和杠杆。双变量模型如下：

*p q*

*Yt*01*i yt**i*1 *j xt**j*1*t*

（6.6）

*i*1 *j*1

*p q*

*Xt*02*i yt**i*2 *j xt**j*2*t*

（6.7）

*i*1 *j*1

这里*xt*是杠杆的影响因素。为了检验杠杆和其中一个影响因素的动态关系，需要检测1，2，1和2是否显著。如果所有的参数都显著地不为0，意味着因、自变量动态地相互影响。换句话说，杠杆影响因素真实地决定了杠杆水平，

同时，杠杆也影响杠杆因素。如果1和2不显著，杠杆只受它的因素影响，但是他不会影响杠杆因素。然而，这种方法需要杠杆及其影响因素有单位根和协整关系。在Hufvudstaden例子中，Graflund（2000）发现，杠杆及其影响因素有动态关系。

Graflund（2000）协整方法的一个重要区别是，研究对象是一个企业，而不是使用横截面数据的众多企业。不幸的是，这个方法是一个纯时间序列分析，需要较长时期的数据。如果要用年度数据，至少要30年才能够对结果进行有效的推导。对发达国家，这不是个大问题，但对发展中国家而言，这是个重大难题。

### **6.2.2** 模型选择说明

本文选用了三种模型来检验啄食顺序理论，其中，用横截面模型来判断回归结果自变量符号是否和啄食顺序理论的预期符号相一致。而面板回归模型，均值回归模型，两步横截面及动态模型均要使用到时间序列数据，这方面的数据不易

获取，因此采用了横截面模型

*p*

*Yi**i xi* *i*

*i*1

。当发现成熟型和成长型茶企都

符合啄食顺序理论，用Lemmon和Zender增强型模型检验谁更遵循啄序理论，具体介绍请见6.5。用有序（次序）回归模型在融债和融股都许可的假设下，对融资顺序意愿进行检验，详见6.6。

## **6.3** 数据来源与研究假设

### **6.3.1** 数据来源

本研究数据全部来源于由民生银行、武夷学院、福建农林大学茶叶科技与经济研究所共同开展福建省茶企融资与发展专项调研。该专题课题组分成3 个小

组，于2011年7月到8月暑假期间，同时分赴武夷ft、安溪、福鼎等市（县），

在省茶叶重点产销地，对茶叶企业进行随机抽样调查，最终完成有效问卷221份，深入了解茶企融资与生产经营情况，广泛听取了茶叶企业关于融资的意见和建议，获得了茶企金融、生产等方面的数据，而这些数据是无法通过统计年鉴获得，是真实的，一手的材料。本课题组采取抽样选取微观企业，亲自访谈与发放问卷相结合，在当地政府与银行的支持下，在受访茶企的积极配合下，终于圆满完成了调查任务，为本研究提供了数据支撑。

### **6.3.2** 研究假设

从静态权衡理论的视角看，税收和破产成本因素是影响融资结构决策的首要力量。利息税盾激励企业通过债务融资减少税收支付，非债务税盾（NDTS）在一定程度上抵消利息税盾的激励，因此非债务税盾越小而盈利能力又越强的企业更愿意通过债务融资。对于理性的中小企业管理者而言，在做出资本结构决策时也应考虑债务税盾、非债务税盾和财务危机成本的影响。DeAngelo 和Masulis

（1980）认为，非债务税盾可代替利息减免。Mason（1990）认为，非债务税盾 并不总是挤出利息减免，特别地，高利润企业可能有大的非债务税盾，高边际税率，因而发行更高的债务。陷入财务困境越深的企业，由于税收枯竭，更可能避

免债务融资，因为非债务税盾对会相关的债务税盾产生挤出效应。因此，

DeAngelo和Masulis（1980）预测，债务融资和非债务税盾负相关；而MacKie-Mason（1990）认为，非债务税盾对高利润企业正相关，对高财务困境企业负相关。Miachelas（1999）分析了有效税率和非债务税盾对英国中小企业融资结构的影响，但未发现两者的显著影响；Sogorb-Mim（2005）利用西班牙企业面板数据检验了税收和非债务税盾对中小企业债务水平的影响，发现有效税率与总资产负债率、长期债务比率显著地负相关，非债务税盾与各种维度度量的资本结构均显著地负相关。受其他税盾如折旧税收扣除和投资税收抵免的影响，企业不太必要利用债务税盾。因此，啄食顺序下，非债务税盾与融资杠杆呈负相关关系。但是，Scott（1977）和Moore（1986）认为：巨大的非债务税盾像有吸引力抵押品，而导致高债务水平。故本研究提出如下假设：

假设1a：非债务税盾与长期债务率负相关；假设1b：非债务税盾与短期债务率不清楚。

Michaelas等（1999）认为，Myers的啄食理论所强调的公司融资偏好反映了由于信息不对称的存在所导致的不同资金来源的相对成本不同。从这一角度看，信息不对称问题越严重的公司越难以获得债务融资，而一般认为中小企业的信息不对称问题更为严重，因此，中小企业外部债务融资的成本较高。这种高债务融资成本可能使得盈利能力（Profitibility）较强的中小企业越偏好于留存收益融资，而非债务融资。Sogorb-Mira（2005）从中小企业管理者不愿丧失企业控制权的角度提出杠杆率与公司盈利性负相关的假设，并得到了支持性的经验证据。Michaelas等（1999）和Hall等（2004）也得到了支持盈利性与公司杠杆率负相关假设的经验证据。静态权衡理论预测，高利润企业应该有更高的债务。高利润企业预期破产成本更低，利息税盾更大。而且相对于投资收益的高利润企业符合这一定律，债务有助于减轻现金流动问题（Jensen（1986））。啄序理论认为，如果投资和红利不变，高利润企业长期债务率应该更低。且高利润率意味着现金充足，减少了对财务杠杆的需要。因此，啄食顺序理论预测，利润率与财务杠杆呈负相关关系（Vsailiou，（2003））。然而，Jensen（1986）主张这种负相关只有在企业控制权市场失灵的情况下才会出现，理由是在此情况下，即使企业有高利润，银行也不愿意给企业贷款，因为无法做到有效的监督。相反，在企业控制权

有效市场下，利润率与债务杠杆呈正相关关系。故本研究提出以下假设：假设2a：茶企利润率与长期债务率负相关；

假设2b：茶企利润率与短期债务率正相关。

Jensen和Meckling（1976）提出，由于股东和债权人间的外部冲突产生了显著的代理成本。为了克服这种外部冲突，债权人会采取各种措施来避免股东侵蚀自己的资产，而措施之一就是要求股东提供抵押品。Stiglitz和Weiss（1981）)指出银行通过寻找抵押品来解释逆向选择和道德风险问题。因此，可以预期拥有较髙抵押价值的固定资产（TANG）的企业更易于获得外部融资，而可抵押资产的水平越低的企业债务比率越低。Michealas等（1999）的检验结果发现，无论从何种维度度量企业杠杆率，资产结构都与企业杠杆率显著正相关。Hutchinson

（2003）却发现资产结构与长期债务比率显著正相关，与短期债务比率显著负相关。Sogorb- Mira（20D5）结合代理成本观点与债务期限匹配原则提出资产有形性与长期债务比率正相关而与短期债务比率负相关的假设，并得到了支持性的经验证据。梁冰（2005）在对全国东、中、西部有代表性的六个城市的1105户中小企业进行入户问卷调查的基础上，指出金融机构审批贷款多以企业提供资产抵押、特别是不动产抵押为首要条件。Rajan 和Zingales（1995），Frank 和Goyal

（2002）认为，啄食顺序下，有形资产构成了一种有效的抵押品，从而对杠杆产生正向影响。但Grossman和Hart（1982）主张，投资于低有形资产率企业的股东，由于面临较高监督成本，因此更需要较高的债务水平，才能有效监督，这意味着反而是负相关。并且，Timan和Wessels（1988）细分有形资产和无形资产，有形资产和杠杆有正向关系，无形资产和杠杆有负向关系。Van der Wijst和Thurik

（1993），Chittenden et al.（1996）Stohs和Mauer（1996）发现有形资产和长期债务呈正相关关系，有形资产和短期债务呈负相关关系。啄序理论认为，企业最后才会发行股票，特别地，当用尽了债务容量和价格低估不太严重时，企业就会发行股票。因此，企业的债务容量对债务融资规模上扮演了重要角色。我们用资产有形性（或有形资产）来衡量债务容量。高资产有形性企业会有更高的债务容量和更低的财务困境成本。Mackie-Mason（1990）认为，当企业价值非常依赖于已有的投资来体现时，债务应更便宜。据此，本研究提出以下假设：

假设3a：茶企资产有形性与长期债务率正相关；

假设 3b：茶企资产有形性与短期债务率负相关。Rajan和Zingales（1995）发现，大企业由于结构复杂，信息不对称更严重，

从而导致低杠杆。规模（SIZE）越大的企业资产多样性越强，破产的可能性越小，因此规模可能是破产可能性的反向的代理变量。另外，除了有形资产，企业规模也可以看成是债务容量的控制变量，相对于小企业而言，大企业分散化经营，利润更高，Frank和Goyal（2003）发现，啄序模型更合适大企业。然而，Fama和French（2002）认为，大企业财力雄厚，杠杆水平更高。Barclay et al.（1995）发现，如果把财务杠杆分为短期和长期债务，长期债务与企业规模成正相关，短期债务与企业规模呈负相关。原因是小企业由于较低的固定成本，短期债务更多。大量的研究表明企业规模与债务比率呈正相关关系(Lasfer, 1995; Rajan and Zingales, 1995; Barclay and Smith, 1996; Berger et. al., 1997)。Michaelas等（1999）则在总结中小企业具有低边际所得税率、高破产成本、高代理成本、高不对称信息成本等特征的基础上提出企业规模与杠杆率正相关的假设，但其检验发现企业

规模与长期债务比率正相关，但与短期债务比率负相关。Bevati 和Danbol（t 2000）

对英国企业财务杠杆进行分解研究时发现企业规模与贸易信贷和短期有价证券融资正相关，但与短期银行借贷负相关。Bevan和Danbolt认为，出现这种现象的原因是中小企业融资存在供给方面的约束，中小企业难以获得长期贷款。Remmer et al.（1974）认为，企业规模对资本结构无显著影响。因此，本研究提出以下假设：

假设4a：茶企规模与长期债务率正相关；假设4b：茶企规模与短期债务率负相关；

Myers（1984）认为，成长性（GRO）与财务杠杆呈负相关关系，因为高利率和限制性契约致企业不敢举债。Titman和Wessels（1988）把这种负相关系归因于债权人不太愿意借钱给控股企业，因为后者倾向次优投资，从而剥夺了债权人的财富。Baskin（1989）认为成长性与杠杆呈正相关。另外，根据不断提高的经营效率（Higgins（1977）），管理良好的企业依赖外部融资较少，故呈负相关关系。Myers（1977）认为，股东与债权人间外部冲突所引发的代理成本问题在未来有更多成长机会的企业更为严重，因此，杠杆率与成长机会负相关。然而，Myers 指出这一代理问题在企业发行短期而非长期债务时可以得到缓和。这表

示，短期债务比率事实上与成长性正相关。Michealas等（1999）指出，由于中小企业主要使用短期债务融资，成长性与短期债务间可能存在正相关关系，并得到经验证据表明成长性与企业杠杆率（无论是总资产负债率、长期债务比率还是短期债务比率）正相关。Hutchinson（2003）的检验结果表明成长性与长、短期 债务均有统计上不显著的负相关关系，从而说明成长性并不是中小企业资本结构稳定的影响因素。Sogorb–Mira（2005）更是提出了成长机会与企业杠杆率正相关、与长期债务比率负相关但与短期债务比率正相关的假设，但其利用西班牙企业面板数据的检验却发现成长性与长、短期债务间存在显著的负相关。企业经营人、债权人和股权人由于利益冲突引起了投资无效率。Myers（1977, 1984）指出由于出现投资不足问题，成长性高的企业也许需要低债务水平，以保持债务容量（或举债能力，debt capacity），目的是为了怕错失未来有更好的投资机会或使用更具风险性的证券来融资。另外，Myers（1977）还指出，高成长性企业可能会利用短期债务来克服投资不足问题。因此，本研究提出以下假设：

假设5a：茶企成长性与长期债务率负相关；假设5b：茶企成长性与短期债务率正相关。

成立时间元素也被列为相关变量，反映了一个事实：一个成立时间较长的企业，当他建立了一个强大的市场基础，很可能会使用较低的财务杠杆。原因是，成熟的企业能够更好地管理其现金流量。然而，它也可以假定，老企业需要更多的资金，以跟上最新的技术的情况，成立时间与财务杠杆呈正相关关系。因此，本研究提出以下假设：

假设6a：茶企年限与长期债务率正相关；假设6b：茶企年限与短期债务负正相关。

投资变量（INV）也包含在模型中，考虑到一个事实，即较高的投资可能使人产生对财务杠杆更大的需求。因此，预期投资对财务杠杆产生的积极影响。然而，可以认为，投资相对贷款而言，是和租赁相联系的。依据的理由是，付款给本地公司来租用他们的设备，租赁期一般都有几年时间，而不是支付昂贵的购买成本。基于这样的事实，重点是在非上市公司，而不是使用市场帐面价值作为投资的代理，用现金购买设备的公司，被认为是最好的选择。据此，本文提出以下假设：

假设7a：茶企投资率与长期债务率负相关；假设7b：茶企投资率与短期债务率正相关。

## **6.4** 多元线性回归模型的融资顺序检验

### **6.4.1** 构建多元线性回归模型

本研究采用的是横截面数据，其中，成长型茶企114家，成熟型茶企107家，使用的模型为：

*Yi*1 *NDTS*2 *PRO*3*TANG*4 *SIZE*5*GRO*

6 *AGE*7 *INV* *i*

（6.8）

其中，*yi*代表长期债务率和短期债务率。

### **6.4.2** 成长型茶企回归结果

##### （1）描述性统计

根据两个主要生命周期阶段，本文构造了两类样本公司：处于成长阶段的企业和处于成熟阶段的企业。生命周期阶段自然地和企业年龄相联系。年龄是一个重要因素，但不是企业生命阶段的唯一决定要素。企业生命周期在不同行业和行业内部变化很大（（Black（1998））。一些管理和会计学的研究表明，企业生命周期不是企业年龄的线性函数，企业生命周期阶段并不意味着一定是在一个确定的顺序相互连接。在一项研究一个生命周期企业环境、战略、结构、和决策变化，

Miller和Friesen（1984）识别了生命周期阶段：诞生、成长、成熟、复苏和衰退。他们发现，从更长的时间看，企业不能表现出从出生到衰退一般生命周期演进。也就是说，成熟阶段之后是衰退，复苏，甚至是增长，复苏可能先于或后于衰退等。

本文定义成长阶段为茶企成立年限在7年以下（包括7年）。至于为什么是

7年为成长与成熟企业的分界线，是受访部分茶叶行业人士的习惯看法，当然，

在查中，本文也确实发现企业度过了7年时间后，企业特点有着一些明显的变化，

如企业规模和利润水平。当然，不同的文献对此有着不同的划分。如Evan（s 1987）

认为6年及6年以下称之为年轻企业，7年及7年以上称之为年老企业；而Laarni

Bulan和Zhipeng Yan（2009）认为以企业IPO后6年为成长和成熟的分界线；

Miller和Friesen发现，每个生命周期阶段平均持续6年，最短18个月，最长20

年。

**表 6-3** **成长型茶企变量的描述性统计表**单位：**万元**

**Table** **6-3** **Growth tea enterprise descriptive statistic** **unit: ten thousand yuan**

| 名称 | N | 极小值 | 极大值 | 均值 | 标准差 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 资产 | 114 | 10 | 800 | 250.99 | 180.94 |
| 利润（税后） | 114 | 1 | 189 | 43.22 | 40.84 |
| 有形资产 | 114 | 6 | 823 | 244.08 | 207.01 |
| 投资额 | 114 | 1 | 286 | 76.57 | 66.10 |
| 民间借贷 | 114 | -3 | 56 | 8.64 | 9.41 |
| 银行贷款 | 114 | 0 | 88 | 11.79 | 12.99 |
| 企业年限 | 114 | 1.0 | 7.0 | 4.04 | 1.73 |
| 非债务税盾 | 114 | 0 | 38 | 9.07 | 8.47 |

表6-3显示，成长型企业平均资产为250.99万元，税后利润均值为43.22万元，上表还反映出，不同茶企的总资产和无形资产差别较大。

##### （2）回归结果

**表6-4** **回归结果**

**Table** **6-4** **Regression results**

| 杠杆  率 | 非债  务税盾 | 利润率 | 资产  有形率 | 企业  规模 | 成长性 | 企业  年限 | 投资率 | 常数项 | F 值 | Prob＞F | R 方 | 观察数 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 长期 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|  | 0.007 | 0.006 | 0.033 | 0.051 | -0.002 | 0.276 | 0.017 | -0.215 |  |  |  |  |
| 债务 | (0.343) | (0.589) | (3.412)\*\* | (2.897)\*\* | (-0.139) | (1.123) | (-0.791) | (-2.771)\*\* | 9.074 | 0.000 | 0.180 | 114 |
| 率 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 短期 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|  | -0.012 | -0.013 | -0.127 | -0.014 | -0.023 | 0.017 | -0.063 | 0.116 |  |  |  |  |
| 债务 |  |  |  |  |  |  |  |  | 7.022 | 0.000 | 0.127 | 114 |
|  | (-0.108) | (-0.672) | (-3.041)\*\* | (-2.576)\*\* | (-0.779) | (0.354) | (-0.419) | (2.697)\*\* |  |  |  |  |
| 率 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |

注：\*，\*\*分别表示10%和5%的显著性水平

首先，表6-4说明，F统计量的显著性概率值就小于0.05，说明方程有显著意义。资产有形率对长期债务率有显著正向影响，对短期债务有显著负向影响，符合假设3a和3b。成长型茶企偏向对短期债务能力的控制，因为他们知道企业破产短期债务比率偏高重要原因之一，而有形资产较多的成长型茶企更容易获得银行的长期贷款。企业规模对长期债务率有显著正向影响，对短期债务有显著负向影响，符合假设4a和4b。其中原因与资产有形率的原因相类似。非债务税盾对杠杆率没有显著影响，可能是因为成长型茶企资金短缺，对研发投入相对不足。利润率、成长性和企业年限均对杠杆率也无显著影响，那是因为成长型茶企在这些方面并无显著差别（后面的成熟型茶企也一样）。故得出，当进行大样本观测，没有将企业的生命周期加以考虑，会得出不同方向的影响，如本研究将企业分成成熟型和成长型茶企时，利润率、成长性和企业年限均对杠杆率无显著影响。在企业生命周期的背景下，逆向选择成本更高的企业更符合啄食顺序，与理论相一致。本研究认为，这个结论不会受到举债能力影响因素如成长机会和利润率的影响。

### **7.4.1** 成熟型茶企回归结果

##### （1）描述性统计

表6-5显示，成熟型茶企平均资产为1485.71万元，与成长型茶企的资产规

模相比，是它的5.94倍，规模差距巨大。

**表 6-5** **成熟型茶企变量的描述性统计单位：万元**

**Table** **6-5** **Mature tea enterprise descriptive statistic** **unit: ten thousand yuan**

| 名称 | N | 极小值 | 极大值 | 均值 | 标准差 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 资产 | 107 | 310 | 9000 | 1485.71 | 1103.162 |
| 利润 | 107 | 60 | 1900 | 288.45 | 228.218 |
| 有形资产 | 107 | 208 | 5310 | 923.92 | 664.590 |
| 投资额 | 107 | 109 | 3444 | 552.71 | 417.432 |
| 民间借贷 | 107 | 3 | 500 | 56.85 | 57.343 |
| 银行贷款 | 107 | 5 | 825 | 91.30 | 91.146 |
| 企业年限 | 107 | 8.1 | 22.6 | 12.794 | 3.3473 |
| 非债务税盾 | 107 | 21 | 600 | 113.71 | 80.597 |

##### （2）回归结果

**表6-6** **回归结果**

**Table** **6-6** **Regression results**

杠杆非债

率务税盾

利润率

资产有形率

企业企业

成长性

规模年限

投资率常数项F值Prob＞F R方观察数

长期

-0.013

债务

(-2.626) \*

率

-0.136

(-0.740)

0.042 (3.249) \*\*

0.038 (2.904) \*\*

-0.028

(-0.127)

0.041

(1.089)

-0.025

(-2.885) \*\*

0.004 (2.241) \*

24.368 0.000 0.377 107

短期

0.004

债务

(2.428) \*

率

0.235

(0.293)

-0.021

(-2.250) \*\*

-0.105

(-2.773) \*\*

0.004

(0.379)

0.006

(1.330)

0.017 (4.328) \*\*

-0.303 (-2.301) \*

20.119 0.000 0.320 107

注：\*，\*\*分别表示 10%和 5%的显著性水平。

首先，表6-6说明，F显著性概率值就小于0.05，说明方程有显著意义。资产有形率对长期债务率有显著正向影响，对短期债务有显著负向影响，符合假设3a和3b。企业规模对长期债务率有显著正向影响，对短期债务有显著负向影响，符合假设4a和4b。投资率对长期债务率有显著负向影响，对短期债务率有显著正向影响，与假设7a和7b一致。成熟型茶企比成长型茶企更热擅长企业的经营管理，他们的主要投资方向是扩大厂房面积，购买茶林地，特别是近几年茶业市场价格上涨，早期的投资得到了较高的回报，故反映的是短期债务水平的提高，和长期债务水平的下降。非债务税盾对长期债务率有显著负向影响，对短期债务率有显著正向影响，与假设1a和1b一致。经营走上轨道的成熟型茶企比较重视产品的研发。如研发有机茶、生态茶，美化产品包装等。事实表明，研发支出给企业带来长期利润，尽管对增加短期债务。同样地，利润率、成长性和企业年限对茶企长、短期债务率均无显著影响。

上述回归结果表明，无论是成长型茶企还是成熟型茶企，资产有形率、茶企规模对长期债务率有显著正向影响，对短期债务率有显著负向影响；投资率、非债务税盾对成熟型茶企长期债务率有显著负向影响，对短期债务率有显著正向影响，其符号与假设相一致，说明成长型和成熟型茶企均遵循啄序理论，但成熟型

茶企R2统计量均大于成长型茶R2统计量，显著变量也较多，说明成熟型茶企比成长型茶企更遵循啄序理论。

为了验证成熟型茶企比成长型茶企更遵循啄序理论，本研究引用Lemmon

和Zender增强型模型加以检验。

## **6.5** **Lemmon**和**Zender**增强型模型检验

### **6.5.1** 构建**Lemmon**和**Zender**增强型检验模型

Myers（1984）和Myers和Majluf（1984）啄食顺序理论是建立在投资者和企业管理者之间的信息不对称。由于信息缺乏的投资者对新发行的证券要得到价值折扣，公司先求助内部资金，然后发行债券，最后股票，以满足他们的融资需求。由Shyam-Sunder和Myers（1999）提出的啄食顺序模型如下：

*Debtit**b*0*b*1*Deficitit**it*

（6.9）

式中*Debtit*是发行的净债务额，*Deficit*是融资赤字，即资本支出减去内部资金

（都除以总资产）。赤字用债券和股票发行来填补。如果企业遵循啄食顺序，债务会1比1的跟踪赤字变化。因此，赤字系数预计（或债务赤字灵敏度）是1，常数项是零。

Chirinko和Singha（2000）指出，Shyam-Sunder和Myers检验并不能准确地评估啄食顺序理论，因为它没有考虑到企业举债能力的约束。一旦债务水平足够高，发行新债缺乏吸引力，企业会求助于股票。使用1980至1989汇总数据，他们估计，净债务赤字灵敏度的参数不是1，而是0.74。此外，Shyam-Sunder 和

Myers检验不能区分啄食融资行为和其他融资战略。

Lemmon和Zender（2007年）用下列模型来解决上述问题：

*Debt*

*B* *b**Deficit*

*B**Deficit* 2

（6.10）

*it* 0 1

*it* 2

*it* it

他们的理由是，这增强模型考虑了受约束的举债能力，可以和其它融资选择区分开来。仅当企业达到举债能力，他会先债券融资，后股票融资。净债券发行是赤字的凹函数（Chirinko和Singha（2000））。公司先发行股票，仅当债务有剩余的资金来源，那么这种关系是凸的。如果债券和股票按一定比例混合发行，赤字对净股票发行不会产生任何影响。此外，如果企茶遵循啄食顺序，赤字规模越大，企业越有可能达到其举债能力，从而更频繁地发行股票。在这种情况下，方

程（6.9）中债务赤字灵敏度应较小，R 平方也较小。然而，根据方程（6.10），相对于方程（6.9），本文估计赤字系数和R方都较大。赤字平方项的系数为负，意味着债务能力受到约束。赤字平方项的系数的绝对值大表示赤字弥补更依赖于股票融资。此项系数如果非显著，则表示举债能力不受约束，方程（6.9）和（6.10）有着相似的赤字系数和R平方，即不受约束的公司啄食顺序，Shyam-Sunder 和

Myers检验表现非常好。

### **6.5.2** 成长型与成熟型茶企**Lemmon**和**Zender**增强型检验结果

**表6-7** **回归结果**

成长型

成熟型

融资赤字

0.362

0.531

0.632

0.787

（2.463）\*\*

（3.752）\*\*

（4.682）\*\*

（4.573）\*\*

赤字平方

-0.147

-0.269

（-3.107）\*\*

（-3.603）\*\*

常数项

0.649

-0.574

0.491

-0.158

（3.528）\*\*

（-4.016）\*\*

（3.286）\*\*

（-4.806）\*\*

观察数

114

114

107

107

调整 *R*2

0.312

0.378

0.475

0.563

**Table** **6-7** **Regression results**

成熟型茶企的一次项赤字系数大于成长型茶企，说明成熟型茶企比成长型茶企更紧密遵循啄食顺序理论。赤字平方系数，二类茶企均为负数，说明债务能力受到约束，成熟型茶企赤字平方系数的绝对值大于成长型茶企，说明成熟型茶企比成长型茶企更想从股票市场上获得大额融资。

## **6.6** 茶叶企业融资意愿啄食顺序检验

### **6.6.1** 构建茶企**Ordered-logistic**回归模型

受访茶企由于受到融债与融股的限制，几乎所有企业都没有发行债券与股票，故有必要对茶企经营人心中所想的融资顺序做出了解与判断，也为真实的融资顺序作出比较与参照。为了使问题简单化，本研究并没有分出更多的融资渠道。

首先，将茶叶企业的融资意愿选择进行组别划分为三种：内部融资、债券融资、股票融资。

第一选择为内部融资，则赋值*Y*1为1；第二选择为发行债券，则赋值*Y*2为2；第三选择为发行股票，则赋值*Y*3为3。

具体方程为：

*Yi*1 *NDTS*2 *PRO*3*TANG*4 *SIZE*5*GRO*

6 *AGE*7 *INV* *i*

其中，*yi*代表融资（渠道）顺序，*i*1, 2, 3

（6.11）

其次，根据回归结果，利用以下转换公式：

Log *it*(*P*0) = ln

*P*0

1-*P*0

=*u*0

 '*X*

Log *it*(*P* +P) = ln

*P*0 P1

=*u*'*X*

0 1 1-*P*P 1

0 1

Log *it*(*P* +P +P) = ln

*P*0 P1 P2

=*u*'*X*

0 1 2

1-*P* PP 2

0 1 2

Log *it*(*P* +P +P +... +P) = ln

*P*0 P1 P2 +... +P*g* =*u*

'*X*

0 1 2

*G* 1-(*P* +P +P +... +P) *g*

*Pg* +1 =1-(*P*0 +P1 +P2 +... +P*g* )

0 1 2 *g*

得出样本企业融资选择的概率。

最后，对这些概率进行均值化处理，从而得到各融资选择的平均概率，再按照平均概率值的高低，将各融资选择逐一排序。

### **6.6.2** 成长型茶企的回归结果

将样本数据输入软件中进行回归分析，采用的软件为SPSS20，回归结果见下表6-8：

**表6-8 成长型茶企回归结果**

**Table** **6-8** **Regression results of growth tea enterprises**

| 系数 | | S.E | Wald 值 | 显著性 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 截距 1 | -2.712 | 0.230 |  |  |
| 截距 2 | -4.785 | 2.665 |  |  |
| X1 | 0.237 | 2.438 | 0.976 | 0.652 |
| X 2 | 0.731 | 3.225 | 0.273 | 0.273 |
| X 3 | 0.156 | 1.321 | 3.243 | 0.000\*\* |
| X 4 | 3.108 | 0.238 | 5.239 | 0.000\*\* |
| X 5 | 0.461 | 6.980 | 0.342 | 0.154 |
| X 6 | 0.217 | 2.435 | 0.547 | 0.027 |
| X 7 | 1.664 | 1.734 | 0.047 | 0.628 |

根据上表的回归结果，并利用转换公式，从而有下面的关系式：

Exp-2.712+0.237\*X1 +0.731\*X 2 +0.156\*X 3 +3.108\*X 4 +0.461\*X 5 +0.217\*X 6 +1.664\*X 7 

1 2 3 4 5 6 7

*p*2 1exp-2.712+0.237\*X +0.731\*X +0.156\*X +3.108\*X +0.461\*X +0.217\*X +1.664\*X

*p*1

Ln  *p*1  *p*2

  -2.712+0.237\*X +0.731\*X +0.156\*X +3.108\*X +0.461\*X

1 *p*  *p* 

1 2 3 4 5

1 2 

+0.217\*X 6 +1.664\*X 7

*P*1 

从而得到样本茶叶企业的融资选择概率：

exp-2.712+0.237\*X1 +0.731\*X2 +0.156\*X3 +3.108\*X4 +0.461\*X5 +0.217\*X6 +1.664\*X71exp-2.712+0.237\*X1 +0.731\*X2 +0.156\*X3 +3.108\*X4 +0.461\*X5 +0.217\*X6 +1.664\*X7 

Exp-2.712+0.237\*X1 +0.731\*X2 +0.156\*X3 +3.108\*X4 +0.461\*X5 +0.217\*X6 +1.664\*X7 

1 2 3 4 5 6 7

*p*21exp-2.712+0.237\*X +0.731\*X +0.156\*X +3.108\*X +0.461\*X +0.217\*X +1.664\*X－p1

*P*3 1*p*1 *p*2

根据建立的Ordered-logistic模型关系，将样本企业的相关数据输入模型中，

并对这些概率进行均值化处理，从而得到各融资选择的平均概率，最后再按照平均概率值得高低，将融资选择逐一排序，即下表6-9：

**Table** **6-9** **Results of Ordered-logistic**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 次序融资 | 平均概率（%） | 融资选择 |
| 1 | 43.38 | 内部融资 |
| 2 | 36.64 | 发行债券 |
| 3 | 19.98 | 发行股票 |

结果表明，成长型茶企对内部融资、债券融资与股票融资的概率分别是

43.38%、36.64%和19.98%，遵循啄序理论。

### **6.6.3** 成熟型茶企的回归结果

处理过程和上述一样，故省略，结果为：

**Table** **6-10** **Results of Ordered-logistic**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 次序融资 | 平均概率（%） | 融资选择 |
| 1 | 56.03 | 内部融资 |
| 2 | 30.41 | 发行债券 |
| 3 | 13.56 | 发行股票 |

从上述结果可以看出，成长型和成熟型茶企融资顺序符合啄食顺序理论，再一次检验了啄食顺序理论。

## 6.7 小 结

本章通过查找文献，对替代变量和计量模型的应用作了综述，在此基础上，对本文选取的变量的计量模型作了说明。接下来是实证分析。首先使用线性回归模型来检验啄食顺序理论，依据的是实证结果下的自变量符号是否和啄食顺序理论指导下的自变量预期符号相一致。结果发现成长型茶企和成熟型茶企均符合啄

食顺序理论（下面简称啄序理论）。于是用Lemmon和Zender增强型模型检验谁更符合啄序理论，结论是成熟型企业比成长型企业更符合啄序理论。第三次是用有序（次序）回归模型在融债和融股都许可的假设下，对融资意愿顺序进行检验。结果和前两种模型检验相一致。

# **7** 缓解茶叶企业融资困难的新思路

从以上分析可以看出，福建茶叶企业的融资行为与融资意愿均与啄食顺序理论的内容相一致，即其融资顺序先以内源融资为主，再考虑外源融资，而银行贷款、民间借贷是茶企获取外源融资的最主要渠道。当前，福建茶业要实现可持续发展，迫切需要转型升级，需要改变传统的单纯依靠扩张茶园面积、增加用工人数等粗放型的发展方式，这就需要对茶园建设与改造、厂房改造与设备的投入、销售网络的建设、茶叶工业园区和茶叶交易平台项目配套的建设、科研与产品开发、配套企业（茶叶应用企业、上游企业）的支持、品牌的扶持、茶叶产业整合等方面进行大量的资金投入。显然，福建茶叶企业的自有资金无法满足如此大量的投入要求，而外源融资渠道的匮乏和获取资金的不易，进一步加剧了茶企的资金困境。如何缓解茶叶企业的融资困境？现有文献对企业的融资难问题提出了诸多的政策建议，为我国企业的发展做出了重要贡献，但这些建议并不完全契合茶业和茶企的特点，因而无法很好地解决茶企融资难题。基于此，本研究将紧密地结合茶叶产业、茶叶企业的特点以及成熟型和成长型茶企的差异性，从政府、中介组织、金融机构、茶企自身等多个层面提出政策建议，以期能够拓宽茶企的融资渠道，提高茶企的融资可获得性，从而缓解茶企的融资困境。

## **7.1** 完善政府的服务支持体系

茶叶企业的发展关系到千万茶农的切身利益，关系到农村经济、社会的全面发展，因此，政府在中、小、微茶叶企业融资体系中应当扮演的是全面服务者的角色：一方面，政府要协助茶叶企业提高获得融资的能力，以促进茶企可持续发展；另一方面，政府还要协助贷款机构在为茶企提供贷款服务的过程中，有效规避和降低风险。而当前政府的支持形式及力度难以满足茶叶企业的融资需求，在

221家受调查企业中，仅有92家企业得到了政府的支持，不到50%，而且政府在法律保障以及减轻税负方面提供的支持较多，其他方面的支持却很少（见表7-1）。因此，政府在支持茶叶企业融资的过程中，作为优化茶企融资环境的主导者，有责任通过构建全面而完善的融资支持体系以及建立合理的风险管理和补偿机制来促进茶叶企业的发展。

（1）构建全面而完善的茶企融资支持体系。这包括在政府内设立多元化的小微企业服务机构、完善的法律保障体系和专项信保基金、财政贴息、降低税率

等政策措施。

**表7-1 茶叶企业融资获得政府支持项目情况汇总表**

**Table** **7-1** **The summary form of financing that received government support project to tea enterprises**

| 支持项目 | 企业数量（家） | 所占比例（%） |
| --- | --- | --- |
| 提供相关的法律保障 | 40 | 43.5 |
| 实行特殊的税收政策，减轻企业的税收负担 | 38 | 41.3 |
| 推动企业科技创新，提升科技水平 | 21 | 22.8 |
| 提供各种不同的融资服务和信息服务 | 30 | 32.6 |
| 设立适合企业需要的各种培训课程及引进先进的 | 14 | 15.2 |
| 培训手段 |  |  |
| 对企业开展信用等级评价和信息征集 | 26 | 28.3 |
| 提供风险补偿基金 | 5 | 5.4 |
| 组织企业联合贷款 | 11 | 12 |
| 成立专门的担保机构为企业进行担保 | 12 | 13 |
| 其他支持 | 2 | 2.2 |
| 数据来源：根据调查与问卷整理 |  |  |

首先，设立多元化的小微企业服务机构。当前，世界上许多国家和地区都已在政府内部设立了小微企业服务机构，主要分为两种：一种是高度统一的服务体系，如美国；另外一种是多元化的服务体系，如韩国的中小企业部和香港的工业贸易署、中小型企业委员会、贸易发展局、生产力促进局以及各种的商会、联合会。相比较而言，多元化的服务体系具有业务专业化、服务具体化的优势。因此，政府有必要通过设立多元化的服务机构，把对包含茶叶企业在内的小微企业的服

务提升到一个重要的战略位置。

其次，完善法律保障体系。根据国际经验和历史经验证明，保护企业发展的最好政策就是立法。美国国会制定的《中小企业法》，对企业的贷款条件、费用、利息等等都详细的规定，是一部为企业提供贷款援助的重要法律。而目前我国对于企业贷款环境、条件、程序等等相关法律不健全，对茶叶企业适应现代化发展和走上国际轨道相离甚远。而且，目前仅上海市政府对一中小企业信用担保实行后补的奖励政策，虽有补偿性质但仍未法律化。因此，在政府支持茶叶企业发展中，政府应当借鉴国际经验，为企业获得更多资金创造更多渠道。

第三，建立专项信保基金。针对中小微茶企业的融资问题，成立合适的信保基金，由政府财政出资，成立专项中小微茶企业贷款信保基金，由农业部门的茶叶专门机构进行管理，同时由另一机构对基金的使用和管理进行监督，形成常态的保障机制，从而降低金融机构承担的风险，激励金融机构为小微茶企业提供更多的贷款机会。但在信保基金的管理和运用方面，也应注意不同地区遇到的诸如政府与企业、银行之间的信息传递、基金的代理以及风险空管等问题，才能使这项政策得到真正的有效运行。

第四，提供财政贴息。在金融机构固定利率水平的条件下，中、小、微茶企业较难承担，因此，应由政府财政承担剩余一部分的利率，这样既能够帮助小微茶企业得到相应的贷款金额，也能够使金融机构在保持利率不变的条件下提供贷款。实行财政贴息，要兼顾公平与效率两个原则，对处于弱势地位的茶叶企业的补偿和扶持，保证了市场竞争的良性环境，从而提升了这些企业的竞争力，促进整体茶业的健康有序发展。

第五，降低税率。降低税率具有普惠性质，对各种规模、各种类型的茶叶企业的生存至关重要，一方面，降低当期的应税额，可以减少茶叶企业的税务负担；另一方面，有助于加速茶企添置大型茶叶精制设备与改造升级。此外，政府通过降低一些效益较好、发展前景较好的茶企，能够有效缓解其长期贷款难的问题。而在减免税收的环节上，还应注重加强对成长初期的茶叶企业的支持。

（2）建立合理的茶企融资风险管理和补偿机制。根据各国的经验，风险管理和补偿机制主要包含两个方面：一是对金融机构小微企业的不良资产处置优惠；一是对金融机构的风险补偿。

首先，完善不良资产处置制度。完善的不良资产处置制度是金融机构提高资产质量的重要保证，主要体现在：一方面，提高金融机构确认贷款损失和核销损失的自主权，能够有效地提高金融机构抗风性能力，促进其拓展业务的能力，从而提高其竞争力；另一方面，增强金融机构对茶叶企业贷款重组自主权，能够有效地防止还款困难的茶叶企业的生存状况进一步恶化，从而有效盘活其还款能力。

其次，提供风险补偿。茶叶企业多属于小微企业，其经营风险较大，同时，金融机构特别是商业银行又普遍具有较低的风险偏好，因此，商业银行向茶叶企业贷款的意愿普遍较低。而对于商业银行开展小微企业贷款，世界上很多国家都建立了政策性风险补偿制度，包括贷前风险补偿和贷后风险补偿两大类，且大部分资金都来源于财政拨款。通过建立完善的风险补偿机制，能够有效地提升金融机构特别是商业银行向茶叶企业贷款的意愿。

## **7.2** 拓宽茶叶企业的融资渠道

茶叶企业外源融资渠道较为单一，银行贷款是其获得外部资金的主要渠道。而在银行贷款活动中，相关办理手续比较复杂而且耗时较长，许多融资条款包括融资方式的选择、融资期限的长短、数量的多少、利率的高低，都需要与银行进行长时间的磋商，最终由银行对企业借款申请审核后决定，主动权掌在银行手里，企业处于被动的局面。此外，向银行贷款的融资成本高，且一般需要第三方担保或资产抵押。而我国茶叶企业大多数为小微企业，很难获得银行贷款，在一定程度上无法完全解决茶企业融资难问题。而通过证券市场来缓解茶企业融资问题是一个新的途径，股票和债券在各种融资方式中较为灵活，发行周期较短，企业在各项融资条款上拥有更大的自主决定权。而且，股票和公司债券比银行贷款的融资成本更低，风险更分散，还有利于茶叶建立市场信誉，为企业长期融资打下信用基础。此外，充分利用福建省作为“侨乡”和民间资本雄厚的优势，还应进一步发挥民间借贷对于缓解茶叶企业融资难的作用。

（1）推动有条件的茶叶企业上市进程。当前，国家为了推进农业产业化，扶持农业龙头企业的发展，大力推荐农业类企业到资本市场去直接融资。我国已经有相当一部分农业类企业通过到资本市场去上市募集资金，以较高的市盈率发行，获得更大的发展，如圣农发展、大北农业、唐人神农业等。茶叶产业作为福

建农业最具有竞争力的行业之一，是福建省政府大力扶持的产业。因此，福建茶叶企业应借这股东风，提速上市。目前，武夷星茶叶已经借壳中国矿业

（00340. HK）、龙润茶（02898. HK）借壳龙发制药相继在香港上市，天福茗茶、福建安溪铁观音集团与八马茶业有限公司已进入上市辅导期。

加快推进有条件的茶叶企业上市，一方面立法机构要根据这些茶叶企业实际上市过程中遇到的问题制订相关的法律法规，通过立法来规范企业的上市流程以及各个利益相关方的关系；一方面要简化茶叶企业上市的复杂审批流程，复杂繁琐的审批程序、冗长的审核时间都将导致效率低下，降低茶叶企业通过资本市场融资的积极性。此外，茶叶企业要通过上市融资，还必须扬长避短，尽量选择上市条件要求较低的深圳证券交易所的创业板或者中小企业板。

（2）推动茶叶企业通过发行债券融资。当前，能够满足上市条件的福建茶叶企业仍属于少数，对于大多数无法通过股票市场实现融资的茶企而言，通过发行债券获取资金更具有吸引力，因为发行债券手续较为简单，融资成本较低，又能够保持原有控制权格局。从连带效益来看，还可以提高茶叶企业发行主体的知名度，吸引更多的投资者，吸收更多资金，同时也降低发行费用。

首先，可以由地方政府和中介机构进行筛选茶企债券发行主体，担保机构参与其筛选过程，主要根据企业的基本财务条件，通过筛选来降低中小企业的信用风险。虽然风险降低了，但是对茶叶企业筛选来说也存在一定的弊端，一方面，中介机构、担保公司出于自身利益、需要来筛选公司，在衡量上没有统一的标准，对部分茶叶企业尤其是小微型茶企业和刚起步也就是成长型茶企业存在不公正性；另一方面，存在道德风险，许多中介机构和担保公司忽略了茶企业整体行业发展的考虑。由此可见，应完善我国的《公司法》和《证券法》的法律法规，把影响筛选茶企债券发行主体的弊端降到最低。

其次，降低茶叶企业发行债券的门槛。在实际运行过程中，茶叶企业债券发行的发行门槛太高，很难实现茶企业在这方面的融资。因此，相关部门必须做适当的调整，缓解不同发展阶段的茶企业对于资金的需求。让更多的茶企业参与债券融资的行列中。同时，为保证茶企业债券的顺利发行，必须创新担保机制，降低投资者对于茶企业债券的购买风险，保证期投资的安全性和收益性。

第三，简化茶叶企业发行债券的程序。根据《企业债券管理条例》、《证券法》

和《公司法》的相关规定，企业发行债券时需要经过配额审核与资格审核两个环节，而且发行债券要支付担保、评级、审计、法律、承销等发行费用，加上繁琐的发行程序和融资成本都会限制茶叶企业资金来源，不利扶持茶企进行融资。因此，应简化发行程序，以帮助茶叶企业降低发行债券的融资成本，提高其通过发行债券融资的意愿。

（3）进一步规范和引导民间融资渠道的发展。福建茶叶企业在进行外源融资的过程中，除了向金融机构贷款，民间借贷是其主要的融资渠道。民间融资因其具有简便灵活的优点，在茶叶企业经营困难时，能够有效地解决其资金瓶颈，在福建茶业的发展过程中功不可没。但是，现有的民间融资方式由于不够规范，也存在着一系列的弊端，甚至出现了非法逼债、人身拘禁等犯罪行为，既损害了人民群众的合法权益，也扰乱了当地的经济和社会秩序。因此，民间借贷的健康发展亟待进一步的规范和引导，要确立民间借贷的合法地位。现阶段，我国尚未形成较为完整的关于民间借贷的法律法规体系，关于民间借贷的法律条文仅零散地分布在《民法通则》、《合同法》、《担保法》、《刑法》中，在司法实践中的可操作性较低。所以，通过建立健全民间借贷的法律法规，在赋予民间借贷合法地位同时，坚决打击高利贷、暴力催收等违法犯罪行为，为茶叶企业通过民间借贷获取资金扫清障碍。

## **7.3** 提高中介组织的服务功能

当前，茶叶协会和非银行金融机构等中介组织在解决福建茶叶企业融资难的问题上，所起作用十分有限。在受调查的221家茶叶企业融资过程中，曾受过中介机构组织支持的企业仅为74家，仅为所有企业总数的33.5%，其中受过行业协会支持的为49家，占曾获中介机构组织支持的企业总数的66.22%，而曾受除此之外的包括担保公司、企业自主抱团等帮助的企业数量更少，所占比例更低（见表7-2）。在获得过中介组织帮助的企业中，中介组织为企业融资的支持形式主要还是更多地停留在辅导层面，而直接为企业贷款提供担保和贷款的支持形式的比例则更少（见图7-1）。

为更好地保证茶叶企业的融资需求，应当进一步提高中介组织服务茶企融资的功能。

**表7-2 受调查茶企获中介组织支持的情况**

**Table** **7-2** **Intermediary organization support for surveyed tea enterprises**

| 中介机构组织 | 企业数量（家） | 占曾获中介机构组织支持企  业总数的百分比（%） |
| --- | --- | --- |
| 行业协会 | 49 | 66.22 |
| 担保公司 | 26 | 35.14 |
| 企业自主抱团 | 26 | 35.14 |
| 其他中介机构 | 6 | 8.11 |
| 数据来源：根据调查与问卷整理 |  |  |

（1）提高茶叶协会服务茶叶企业融资的功能。当前，福建茶产业发展已进入品牌提升的关键时期，然而融资难成为福建茶叶企业发展的主要瓶颈，繁杂的贷款手续和高昂的抵押成本令绝大多数小微茶企业融资无门，严重阻碍了企业的发展壮大。对此，以帮助茶叶企业发展为宗旨的茶叶协会应充分认识自身职责，千方百计为小微企业融资难寻出路，利用其自身的信息和信用优势，加强与金融机构、茶叶企业的沟通合作。首先，茶叶协会应通过与金融机构签订合作协议，进一步加强两者之间的沟通；其次，茶叶协会应通过与茶叶企业的联系沟通，了解茶企情况，跟踪其贷款进程，收集并反馈企业意见；再次，茶叶协会通过与金融机构的再次沟通，反映茶企意见和诉求，进而共同探寻解决策略。

（2）提高非银行金融机构服务茶叶企业融资的功能。为了解决茶叶企业融资难，应充分发挥金融租赁公司、担保公司、股权投资公司等非银行金融机构的作用，采用“非银行金融机构+银行+茶叶企业”的“鸟巢模式”。非银行金融机 构的优势在于其专业性，瓶颈在于其资金，所以银行和融资租赁的合作可优势互补，实现双赢。银行可为租赁公司提供充沛的资金，融资租赁公司可为银行提供可靠的客户来源和专业的贷后管理，双方合作比银行单独开展业务能更好的控制风险。



**图7-1 茶企获中介组织提供的支持形式情况**

**Fig7-1 The ways to intermediary organization support for surveyed tea enterprises**

数据来源：根据调查与问卷整理

## **7.4** 创新茶叶企业的融资机制

当前，贷款担保管理制度中对抵押物和质押物的范围设定难以适应茶叶企业的实际情况。在针对贷款担保条件方面，调研的221家企业中，有122家企业认为应放宽对企业的担保条件，占据55.2%，64家企业认为应放宽对企业财务状况或经营状况要求。而目前茶叶企业所能提供的抵押物和质押物很难满足金融机构现有的要求，这在很大程度上，使茶企难以获得所需的金融贷款，现行的融资机制亟待创新。

（1）创新茶产业链融资机制。传统的企业融资模式中，金融机构以单个小微企业为目标，向其提供融资服务，存在着收集信息难、控制风险难、控制成本难等缺陷。而产业链融资模式的出现，从整个产业链的视角出发，针对小微企业所处的产业链环节，进行整体开发，提供全面的融资方案。而茶产业链融资可以理解为，金融机构依托核心茶叶企业，从种植、加工、批发、销售、科研、配套、应用等茶产业链条各环节，设计个性化、标准化的金融服务产品，为整个茶产业链上的所有茶企提供综合解决方案的一种金融服务。茶产业链融资模式有助于金融机构通过茶产业链的信息流获取小微茶企的信息，通过核心茶企与茶产业链的资金流和物流控制风险，通过对茶产业链的整体开发和全面服务控制成本。做好从茶叶企业融资到茶产业链融资的转变，在茶叶种植环节，金融机构可依托目前许多茶叶的种植普遍采用的如：“龙头企业+基地+农户”、“行业协会+专业合作

社+农户”、“专业市场+经销户+农户”以及“科技型企业+基地+农户”等新型茶 叶生产经营组织，通过下游的强势企业担保（如龙头企业）介入，对茶农提供贷款；在茶叶加工环节，金融机构可依托下游强势企业进行担保，向茶叶加工企业提供贷款用于厂房购买或建设和设备的购买或改造；在茶叶销售环节，金融机构可依托核心企业为全国经销商提供担保，批量对经销商发放贷款。

（2）创新茶叶企业融资抵押机制。由于茶叶企业存在固定资产规模小、可抵押物少、信用不足等缺陷，加之金融机构为了防范风险，导致茶叶企业因缺乏有效的抵押质押物而被金融机构拒之门外。解决茶叶企业融资难，一方面要创新抵押方式，另一方面还有创新抵押品。

首先，创新茶叶企业融资的抵押方式。2009年9月，国务院发布的《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》中明确提出：“完善财产抵押制度和贷款抵押物认定办法，采取动产、应收账款、仓单、股权和知识产权质押等方式，缓解中小企业贷款抵、质押不足的矛盾”。这为放宽和改善茶叶企业抵押贷款条件、创新融资的抵押方式指明了方向。一方面，茶叶企业的抵押方式应从“有形资产”向“无形资产”转变，包括应收账款、知识产权、商标、专利权等质押方式；另一方面，茶叶企业的抵押方式应从“物”向“权”转变，包括林权、农村土地使用权、土地承包经营权、宅基地等作为标的抵押物。

其次，创新茶叶企业融资的抵押品。优质的抵押品应具备以下特点：权属明确，即有明确的法律法规保障债权实现；价值明确，即易于评估价值长期稳定；易于出售，即有广泛的市场可以方便转让处置；易于保存，即不易变质毁损。根据优质抵押品的特性，在茶叶种植环节中，自有林地（基地）的产销一体化茶叶企业或生产型茶叶企业可使用林权抵押；在茶叶加工环节中，厂房、设备等适用于茶叶企业作为抵押品；在茶叶批发环节中，金骏眉、大红袍等适合储藏的茶叶可用作质押；在茶叶科研开发的环节中，除了厂房、设备可用作抵押外，商标权、专利权也可用于质押。

（3）创新茶叶企业融资担保机制。担保机制对于解决茶叶企业与金融机构之间的信息不对称问题具有重要的作用，但是现行的担保成本较高、反担保措施较严，在一定程度上加重了茶叶企业的负担，无法充分发挥其应有的作用。此外，担保行业商业模式单一、低补贴、不配套的税收政策、公司治理规范的缺失、风

险分担机制不健全等因素，进一步制约了茶叶企业融资担保机制作用的发挥。因此，创新茶叶企业融资担保机制显得尤为迫切。

首先，改进茶叶企业融资担保市场结构。政策性担保机构由于完全有政府出资，受到政府的干预往往过多，导致效率不高。而商业担保机构的公司治理结构较为完善，风险防范较为严格，市场效率也较高。但是，由于茶叶企业特别是小微茶叶企业的融资担保服务具有准公共物品的性质，政策性担保机构依然十分重要。因此，改进茶叶企业的融资担保市场结构，必须坚持以市场为主导、政府为引导的方向，以商业担保机构为主、互助类担保机构为辅的组织模式。

其次，建立多层次的资金补偿机制。政府的扶持方式应重点转变为简历补偿机制，一方面，建立风险准备金制度，分别提取普通准备金、代偿准备金、担保呆账准备金；另一方面，加强反担保，反担保是担保机构防范风险的有效手段，但茶叶企业由于缺乏反担保品，因而选择信用担保作为融资渠道。因此，担保机构应当采取更加灵活的态度，接受诸如茶企保证金、股权、无形资产在内的多种形式的反担保品。

第三，完善担保机构与银行之间的风险分担机制。要明确茶叶企业融资担保机构与协作银行之间的担保比例，合理分担风险，使二者所承担的义务达到一定程度的均衡，实现利益共赢的同时，又能有效防范和控制风险。

第四，构建完备的监管机制。一方面，制定专门独立的融资担保法律法规，并把其作为中国信用法律体系建设的重要组成部分，使担保行业监管能够有法可依；另一方面，设立专门的监管机构，或指定现有的机构对茶叶企业融资担保进行统一监管，做到责任明确。同时，还要加强与其他金融监管的协调，将其纳入到统一的金融监管体系中，提高监管效率。

## **7.5** 强化金融机构的金融服务

茶叶企业的的经营管理活动一般具有经营风险高、缺乏抵押物、财务状况不透明等特点，其融资需求也具有“短、小、急、频”等特点。“短”即贷款期限短，特别是小、微型茶叶企业为应付季节性（茶叶生产有着明显的季节性特征）的短期资金需求，其贷款有时仅需数月；“小”即贷款规模小，茶叶企业的贷款额度总体不大，主要集中在500万元以内，其中以50万元以下贷款居多，有些甚至只需数万元；“急”即贷款需求需要尽快得到满足，贷款的审批时间要求快；

“频”即贷款较为频繁，一些茶企1年之内需要多次进行融资。茶叶企业的经营管理特点和融资需求特点，一方面要求金融机构管理机制灵活、决策链条断和决策速度快，一方面又容易导致金融机构在为茶企提供贷款时承担较高的经营风险和成本，进而使金融机构为茶企提供金融服务的意愿不强和动力不高。因此，有必要强化金融机构对茶叶企业的金融服务。

（1）完善与茶叶企业特点相适应的金融服务模式。服务茶叶企业的金融机构不应受制于其规模，而在于其机制，因此，一方面要继续发挥大型银行在服务茶叶企业方面的支柱作用，另一方面又要充分挖掘小型银行的比较优势，同时，还有探索发挥小额贷款公司服务茶叶企业的补充作用。

首先，继续发挥大型银行在服务茶叶企业融资时的支柱作用。大型银行的管理机制上具有分支机构多、资产规模大、业务种类全等特点，此类银行在服务茶叶企业时通常采用的是“市场交易型贷款模式”，具体包括财务报表型、抵押贷款型和信用评分型，主要通过公开的市场来获得企业易于量化的“硬信息”，进而根据这些“硬信息”制定服务茶叶企业的决策。这种服务模式在市场程度不高、社会信用体系不完善的市场中，有助于银行降低风险，但其授信决策权集中、决策链条长、决策速度慢等特征并不能够与茶叶企业的融资需求特点相适应。尽管美国国富银行和泰国开泰银行所采用的“市场交易型贷款+快速审批”模式能够使银行及时全面、较低成本地获取小微企业信息，在降低银行风险的同时，全面有效地服务小微企业，为我国大型银行服务茶叶企业提供了借鉴经验，但是，就我国而言，一方面，社会信用体系不完善，关于茶叶企业的标准化信息难以获取；另一方面，金融抑制在一定程度上还存在，利率市场化程度不高，在这种环境下，大型银行仍能获得理想的回报，缺乏探索新型贷款模式服务茶叶企业的意愿和动力。因此，“市场交易型贷款+快速审批”模式目前难以在中国复制，在未来一段时期内，大型银行在服务茶叶企业的贷款规模上依然具有绝对优势，仍需继续发挥其支柱性的作用。

其次，充分挖掘小型银行在服务茶叶企业融资时的比较优势。小银行在经营管理机制上具有分支机构少、资产规模小、业务种类少等特点，此类银行在服务茶叶企业时通常采用的是“关系型贷款”模式，通过银行与茶叶企业的长期合作和多渠道的接触，积累了较为完整的难以量化的茶企及企业主的“软信息”，进

而根据这些“软信息”制定服务茶叶企业的决策。小银行的授信决策权比较分散、决策链条短、决策时间快等特点，能够较好地契合茶叶企业的融资需求特点，其

“关系型贷款”模式在服务茶叶企业方面具有较为明显的比较优势。同时，国际经验也表明，“快速审批”能够更加有效地满足茶叶企业的融资需求，因此，“关系型贷款+快速审批”模式应当成为小银行服务茶企的改进方向。充分挖掘小银行的比较优势，如支持现有小银行发展或新增小银行发展，应当从以下几个方面进行：支持现有小银行设立分支机构；分开小银行发行小额贷款的规模限制；为小银行提供网络技术支持等。

第三，探索发挥小额贷款公司服务茶叶企业的补充作用。小额贷款公司是由民间资本组建的，其经营管理机制上具有：最高权力完全归属于全体股东；治理与管理分工明确；所有权和经营权分离；公司法人治理结构相对独立等特征。小额贷款公司在经营方式上没有固定的模式可循，可以完全根据市场的情况，制定较强灵活性的经营决策，且决策时间短，还款方式多样化，能够最大限度地降低茶叶企业融资的时间成本。随着国家政策的进一步分开，小额贷款公司得到了快速的发展，据中国人民银行统计，截止2012年12月末，全国小额贷款公司的数

量已达到6080家（见图7-2），其中福建小额贷款公司的实收资本达127亿元，

贷款余额达160亿元。在2008年银监会和央行联合发布了《关于小额贷款公司试点的指导意见》之后，福建省也出台了扶持小额贷款公司的新规，将小额贷款公司融入资金的银行数由2家增加到若干家，运作规范的，融入资金占资本净额的比例可由50%提高到100%。福建小额贷款公司的快速发展，有助于规范民间融资，能够弥补银行贷款中的空缺，对支持茶叶企业的融资具有较大的补充作用。

第四，发展“大数据”时代的互联网金融服务创新模式。互联网金融是传统金融与现代信息网络技术紧密结合而产生的一种全新金融模式，能够为茶叶企业带来全新的非接触式的金融服务体验。与传统的金融服务模式相比，互联网金融服务模式具有更加灵活、便捷、低成本等特点，其产品也更加与茶叶企业的融资需求特点相适应。金融业与互联网的深度结合，其核心的创新点就在于可利用互联网络的低成本信息和“大数据”资源，使得互联网金融机构能够在掌握茶企信息方面更具优势，有利于打破茶叶企业融资成本与收益难以均衡的局面以及银行与茶企之间信息不对称的格局，并有助于降低银行风险管理的成本。一方面，“大

数据“平台包含了客户的历史交易数据、信用记录、客户评价、纳税记录、海关记录等海量信息，在一定程度上缓解了银行与茶企之间的信息不对称；另一方面，

“大数据”通过云计算，能实现信用评级与贷后管理的自动分析，在很大程度上降低了风险管理成本。作为一种全新的融资服务模式，互联网金融还需加强扶持、引导和规范，进一步促进数据的开放与共享，鼓励真实数据的生产，完善相关的法律法规，并增强行业自律。



**图7-2 中国小额贷款公司数量历年统计数据（单位：家）**

**Fig7-2 Chinese microfinance company quantity statistics over the years (unit: number)**

数据来源：中国人民银行

（2）创新与茶叶企业特点相适应的金融服务产品。在调研的221家企业中，

有89家企业认为企业应专门针对茶叶企业特点设计金融服务产品。借助新理念和新模式，综合运用商业银行、投资银行等手段，多渠道、多产品解决茶叶企业的金融服务难题，充分利用多种金融工具进行业务创新，提供重组并购、财务咨询、融资顾问和风险管理等多种创新型服务；优化产品创新，推出有特色的差异化茶叶企业产品，依托全面的业务品种体系，为小微茶企业提供全产品、全过程、全价值链的金融服务。

首先，为成长型茶叶企业提供成长计划。选择成长型的茶叶企业优先提供信贷支持，根据市场的需求情况，每年提供专项信贷资金予以扶持。除信贷资金提供保障之外，为入选的成长型茶企的发展提供全方位的优质金融产品服务。主要

是：根据资金市场形势，贷款利息给予适当的优惠；在新的金融产品和业务上，给予优先服务；在提供节省财务成本或提高企业收益上，积极提供融资解决方案；在企业发展外向型经济上，给予便利的国际结算业务支持。积极引导全省各地中小企业信用担保机构，优先为成长型茶叶企业提供信用担保服务，努力解决成长型茶企的融资难问题。

其次，为成熟型茶叶企业提供资产倍增计划。对成长性好，有发展前景的茶叶企业开展挂钩服务，以财务顾问方式给茶企提供合理化建议，帮助其获得持续性的融资安排需求。安排专项贷款资金扶持企业提高自主创新能力，开发科技含量高、附加值高、带动力强的新产品，帮助其做专、做精、做特、做强，着力培育一批具有茶业引领带动作用的龙头企业。针对企业的需求情况，引入阳光私募理财产品，帮助企业在动荡的金融市场上得到一种高度的投资视野、把握财富方向和市场机遇，帮助投资者重新审视财富观念，提升财富生活的品质。

第三，为拟上市茶叶企业提供上市直通车服务。茶叶企业上市直通车服务包括：为企业提供上市总体方案设计、资产重组顾问、私募融资顾问、并购顾问、财务优化顾问、股权结构优化顾问、治理结构优化顾问及资产管理顾问等各类智力服务；根据企业上市及其再融资过程中的各类融资需求，银行提供分离交易融资、并购融资、过桥融资、项目融资、私募投资、夹层融资等各种方式的债务及股本融资支持。

## **7.6** 提高茶企融资的获得能力

从茶叶企业自身方面来看，规模较小、实力较弱、多元融资意识淡薄等都阻碍了其获得融资来进一步发展。因此，提高茶叶企业融资的获得能力，必须从茶企自身角度出发，一方面，提高茶企多渠道融资的意识；另一方面，提升茶企的自身实力，提高其融资的可得性。

（1）提高茶叶企业选择多渠道融资的意识。通过建立现代企业管理制度，不断提高企业管理者的知识水平，使其认识、接受并掌握多元化的现代融资渠道。一方面，加强茶叶企业与大型国有银行、小银行、小额贷款公司、互联网金融机构的紧密联系，促进茶企与茶叶协会、担保公司、抵押机构等的合作，提升其对创新形式的抵押品、担保品、反担保品的认知度，如提高对无形资产质押、应收账款质押、存货抵押、林权抵押等方式的使用率。

（2）提升茶叶企业融资的可获得能力。融资与茶企自身实力是相辅相成、相互促进的关系，融资获得能力的提高能够为茶企实力的提升注入活力，茶企实力的提升也能够提升其融资的可获得能力。因此，应通过各种途径进一步发展茶叶企业的自身实力。

首先，发展茶叶企业合作化的融资道路。在福建省漳州市已经出现这样一种茶企合作化的融资模式，并取得良好的效果，值得推广。通过由数家信用良好、实力较强的茶叶企业自发联合，成立联合贷款小组或联合担保小组，以互助担保的方式为各自企业的融资提供保障，实现了茶企在融资过程中互相监督、互相帮助。

其次，提升茶叶企业融资获得能力的其他途径。一方面，引导茶叶企业加强与各种科研机构的科研合作，提高茶企的科技开发力度和科技成果，进一步促进企业集生产、销售、研发为一体的经营模式，从而提高其核心竞争力。政府需要在推动茶叶企业与大专院校的合作方面要做好牵线作用，鼓励二者共同研究、开发，提高企业科研成果的转化率以及市场开拓的成功率；另一方面，建立茶叶市场信息集中网络，通过组织和调查茶叶行业内的各种信息，为茶企提供技术与市场信息。此外，加大力度建设茶叶企业品牌和区域茶叶品牌，利用优势资源为本地区的茶叶品牌宣传造势，提升其美誉度和知名度，也是提高茶叶企业融资获得能力的有效途径。

# **8** 结论与展望

## **8.1** 结论

### **8.1.1** 茶叶企业融资现状描述性结论

福建茶叶企业在融资过程中，大多数首先考虑的是将自有资金作为主要融资渠道，在进行采购原材料、购买土地建厂房、购买设备和增加销售门店等扩大再生产的活动中，遇到资金困难时，茶叶企业会考虑向金融机构贷款、民间借贷等外源融资渠道。从茶叶企业的外源融资来看，融资渠道较为单一，银行贷款是其获得外部资金的最主要渠道，且主要集中在大型国有银行和农村合作金融机构，从中小金融机构获得贷款的比例相对较少。在贷款额度上，茶企的总体贷款额度不大，主要集中在500万元以内，其中以50万元以下贷款居多。在获得贷款的方式上，福建茶叶企业主要以抵押、信用、担保的方式获得贷款。而缺乏抵押物、企业规模小、竞争力弱、企业信用等级低、没有熟人、缺乏担保等是茶企获得金融机构贷款的主要障碍。

### **8.1.2** 茶叶企业杠杆率影响因素结论

无论是对成长型茶企还是成熟型茶企，有形资产率和企业规模两变量均对杠杆率（用债务率表示）有显著影响作用：资产有形率和企业规模对长期债务率有显著正向影响，资产有形率和企业规模对短期杠杆率有显著负向影响，这可能预示着：一，无论是民间长期借贷还是银行长期贷款，一方面借款者均看重茶企的规模和有形资产，且往往长期贷款是抵押贷款；另一方面有着较大企业规模和有形资产规模的贷款者也比较容易获得长期贷款；二，有形资产比重较大和规模较大的茶企，现金存量较多，一般可以应付季节性（茶企生产有着明显的季节性特征）的短期资金需求，另外，对短期债务水平控制较严，故短期杠杆率较低，呈负相关关系。另外，本研究发现，对成长型和成熟型茶企样本分开进行杠杆率影响因素的研究，利润率、成长性和企业年限三个因素均无显著影响，根据文献综述，这三个变量的显著影响只存在一个更广泛的样本中。

### **8.1.3** 茶叶企业啄食顺序理论检验结论

本研究使用了三个模型来验证啄序理论。首先使用线性回归模型来检验啄食顺序理论，依据的是实证结果下的自变量符号是否和啄食理论指导下的自变量预期符号相一致。结果发现成长型茶企和成熟型茶企均符合啄食顺序理论（下面简

称啄序理论）。于是用Lemmon和Zender增强型模型检验谁更符合啄序理论，结论是成熟型企业比成长型企业更符合啄序理论。第三次是用有序（次序）回归模型在融债和融股都许可的假设下，对融资意愿顺序进行检验，结果和前两种模型检验相一致。总体来看，三个检验结果是一致的，成长型茶企和成型茶企均遵循啄序理论，但成熟型茶企比成长型茶企更紧密的遵循啄序理论，成熟型茶企更想通过股票融资来获得大额资金。

## **8.2** 展 望

正如本文在第6章开头部分所讲，不同替代变量和模型的选择，可能导致经验检验的结论不一致。由于所受调查茶企有一部分成立时间较短，茶企规模差别很大，茶企的财务制度不太健全（或许出于保密的需要，不太愿意告诉），对时间序列数据不太可能获得，故影响了对模型的选择，也影响了本文对茶企融资顺序全面而又深入的研究，未来有条件的话，可和茶企建立长期合作关系，记录茶企财务数据，这样，可建立时间序列联立方程组，对啄序理论和权衡理论进行对比验证。

参考文献

[1] Abe de Jong, Marno Verbeek, Patrick Verwijmeren. The Impact of Financing Surpluses and Large Financing Deficits on Tests of the Pecking Order Theory [EB/OL][2009-01-12]. [http: //ssrn. com/abstract=959995.](http://ssrn.com/abstract%3D959995)

[2] Abimbola Adedeji. A Cross-sectional Test of Pecking Order Hypothesis Against Static Trade-off Theory on UK data[EB/OL][20011-07-23]. [http: //ssrn. com/abstract=302827.](http://ssrn.com/abstract%3D302827)

[3] Abu Jalal. The Pecking Order, Information Asymmetry, andFinancial Market Efficiency.

[EB/OL] [2007-03-10]. [http: //ssrn. com/abstract=939588.](http://ssrn.com/abstract%3D939588)

[4] Auerbach, A. J, M. A King. Taxation, portfolio choice and debt-equity ratios[J]. A general equilibrium model, Quarterly Journal of Economics, 1983, 98: 587-610.

[5] Baker, M, J Wurgler. Market timing and capital structure[J]. Journal of Finance, 2002,

57: 1-32.

[6] Bradley, M, G Jarrell, E. H Kim. On the existence of an optimal capital structure theory and evidence[J]. Journal of Finance, 1984, 39: 857-877.

[7] Brennan, M. J, E. S Schwartz. Optimal -financial policy and firm valuation[J]. Journal of Finance, 1984, 39: 593-607.

[8] Butters, J. K. Federal income taxation and external vs. internal financing[J]. Journal of Finance, 1949，(4)：197-205.

[9] Cadsby, C. B, M. Z Frank, V Maksimovic. Pooling, separating, and semiseparating equilibria in financial markets: Some experimental evidence[J]. Review of Financial Studies, 1990,

（3）：315-342.

[10] Cadsby, C. B, M. Z Frank, V Maksimovic. Equilibrium dominance in experimental financial markets[J]. Review of Financial Studies, 1998，(11)：189-232.

[11] DeAngelo H, R. Masulis. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation[J]. Jouran of Financial Economics, 1980, 8: 3-29.

[12] Dimitrios Vasiliou, Nikolaos Eriotis, Nikolaos Daskalakis. Testing the pecking order theory: the importance of methodology. [J]. Qualitative Research in Financial

Markets,2009, (1):85-96.

[13] Dybvig, P, J Zender. Capital structure and dividend irrelevance with asymmetric information[J]. Review of Financial Studies, 1991，(4)：201-220.

[14] Eckbo, B. E, R Giammarino, R Heinkel. Assymetric information and the medium of exchange

In takeovers: Theory and tests[J]. Review of Financial Studies, 1990，(3)：651-675.

[15] Eckbo, B. E, R. W Masulis. Adverse selection and the rights offer paradox[J]. Journal of Financial Economics, 1992, 32: 293-332.

[16] Fama, E, K. R French. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt[J]. Review of Financial Studies, 2002，(15)：1-33.

[17] Fischer, E, R. Heinkel, J. Zechner. Dynamic capital structure choice: theory and tests[J]. Journal of Finance, 1989, 44: 19-40.

[18] Francisco Sogorb-Mira, JoséLópez-Gracia. Pecking Order Versus Trade-off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure [EB/OL][2009-08-15]. [http: //ssrn. com/abstract=393160.](http://ssrn.com/abstract%3D393160)

[19] Frank, M., V. Goyal. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure[J]. Jouranl of

Financial Economics, 67: 217-248.

[20] Goldstein, R., N. Ju, H. Leland. An ebit-based model of dynamic capital structure[J]. Journal of Business, 2001, 74: 483-512.

[21] Graham, J. R. Taxes and corporate finance: A review[J]. Review of Financial Studies, 2003, 16: 1075-1129.

[22] Halov, N, F Heider. Capital structure, risk and asymmetric information, NYU and ECB Working paper, 2005. http: //ssrn. com/abstract=566443.

[23] Harris, M., A. Raviv. The theory of capital structure[J]. Journal of Finance, 1991, 46: 297-356.

[24] Hennessy, C. A, T. A. Whited. Debt dynamics[J]. Journal of Finance, 2005, 60: 1129-1165.

[25] Indranarain Ramlall. Determinanats of Capital Sturcture Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Madified Pecking Order Theory[J].

International Research Journal of Finance and Economics, 2009，[EB/OL][2011-08-07]. http：

//ssrn. com/abstract=1480280.

[26] Jensen, M. C., W. H. Meckling. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976，(3)，305-360.

[27] Jensen, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76: 323-329.

[28] Kane, A., A. J Marcus, R. L McDonald. How big is the tax advantage to debt[J]. JournalofFinance, 1984, 39: 841-853.

[29] Laarni Bulan, Zhipeng Yan. Tests of the Pecking Order Theory and the Firm Life Cycle. [EB/OL] [2009-01]. [http: //ssrn. com/abstract=1347430.](http://ssrn.com/abstract%3D1347430)

[30] Leary, M. T, M. R Roberts. The pecking order, debt capacity, and information asymmetry，

Working Paper, Cornell University and University of Pennsylvania 2007. URL: http//ssrn. com/abstract=555805

[31] Lewellen, J, K. Lewellen. Internal equity, taxes, and capital structure. Working paper, 2006.

[32] Mackie-Mason, J. Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions[J]. JournalofFinance, 1990, 45: 1471-1495.

[33] Michael L. Lemmon and Jaime F. Zender. Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2010, 45: 1161-1187.

[34] Modigliani, F, M. H Miller. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment[J]. American Economic Review, 1958, 48: 261-297.

[35] Modigliani, F, M. H Miller. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction[J]. American Economic Review, 1963, 53: 433-443.

[36] Miller, M. H. Debt and taxes[J]. Journal of Finance, 1977, 23: 261-275.

[37] Myers, S. C. The capital structure puzzle[J]. Journal of Finance, 1984, 39: 575-592.

[38] Myers, S. C, Majluf, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13: 187-221.

[39] Myers, S. C. Determinants of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 1977,

（5）：147-175.

[40] Otavio R. de Medeiros, Cecilio Elias Daher. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure in Brazilian Firms[EB/OL][20010-01-12]. [http: //ssrn. com/abstract=868466.](http://ssrn.com/abstract%3D868466)

[41] Paolo Fulghieri, Diego Garcia, Dirk Hackbarth. Asymmetric Information and the Pecking

(Dis) Order. [EB/OL][2012-11-14]. [http: //ssrn. com/abstract=2024666.](http://ssrn.com/abstract%3D2024666)

[42] Parrino, R., M. Weisbach. Measuring investment distortions arising from

Stockholder-bondholder convicts[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 53: 3-42.

[43] Peter H gfeldt, Andris Oborenko. Does Market Timing or Enhanced Pecking Order Determine Capital Structure[EB/OL][20012-03-02]. [http: //ssrn. com/abstract=592501.](http://ssrn.com/abstract%3D592501)

[44] Ravid, S. A, M. Spiegel. Optimal financial contracts for a start-up with unlimited operating

Discretion[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1997, 32: 269-286.

[45] Stiglitz, J. E. Taxation, corporate financial policy and the cost of capital[J]. Journal of Public Economics, 1973，(2)：1-34.

[46] Titman, S, S. Wessels. The determinants of capital structure choice[J]. Journal of Finance, 1988, 43: 1-21.

[47] Titman, S, S. Tsyplakov. A dynamic model of optimal capital structure, Review of Finance, 2007，(11)：401-451.

[48] Titman, S. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13: 137-151.

[49]包晓岚. 中小企业融资方式选择的影响因素分析[J]. 商业时代，2006，（10）：61-65.

[50]陈凌，叶长兵. 中小家族企业融资行为研究综述[J]. 浙江大学学报（人文社会科学版），

2007, 37(4)：172-181.

[51] 陈晓红. 中小企业融资结构影响因素的实证研究[J]. 系统工程，2004，22（1）：60-64.

[52] 迟宝旭. 中国技术创新融资问题研究[D]. 东北农业大学，2002.

[53] 迟宪良. 中小企业融资困境与对策研究[D]. 吉林大学，2007.

[54] 杜航. 融资渠道建设中的供应链管理应用[D]. 中国科学技术大学，2011.

[55] 费淑静. 民营中小企业融资体系研究[D]. 西北农林科技大学，2004.

[56] 高向坤. 我国农业上市公司资本结构研究[D]. 华中师范大学，2007.

[57]葛永波，张萌萌. 企业融资偏好解析——基于农业上市公司的实证数据[J]. 华东经济管理，2008，22（6）：42-48.

[58]葛永波. 企业融资偏好与融资结构特征的背离——基于农业上市公司的实证研究[J]. 农业技术经济，2007，（5）：31-37.

[59]古永嘉，郑敏聪，游佳铃. 台湾资讯电子业上市公司融资决策顺位之研究— —

Ordered-logistic回归模式之应用[J]. 辅仁管理评论，2005，12(3)：41-69.

[60]管曦. 技术创新与提升福建茶叶竞争力问题研究[D]. 福建农林大学，2004.

[61]何苗. 我国农业类上市公司融资结构实证研究[D]. 西北农林科技大学，2007.

[62]洪锡熙，沈艺锋. 我国上市公司资本结构影响因素的实证分析[J]. 厦门大学学报（社科版），2002，（3）：114-120.

[63]胡春林.企业优序融资理论与我国资本市场建设[J]. 四川教育学院学报，2005, 21（1）：

25-27.

[64]胡援成. 企业资本结构与效益及效率关系的实证研究[J]. 管理世界，2002，（10）：

146-152.

[65]胡竹枝. 中国中小企业融资：供求、效率与机制分析[D]. 华中农业大学，2004.

[66]胡竹枝，李明月. 中小企业融资顺序论[J]. 广东金融学院学报，2005，20（2）：61-65.

[67]黄贵海，宋敏. 资本结构的决定因素——来自中国的证据[J]. 经济学（季刊），2004，（01）：

395-414.

[68]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）：12-27.

[69]贾海涛. 中小企业融资的政府行为研究[D]. 西北农林科技大学，2011.

[70]贾澎. 涉农企业的融资现状及信贷需求满足度研究——基于河南省龙头企业的调查问卷分析[J]. 现代商业，2011，（8）：40-43.

[71]姜毅，刘淑莲. 基于Probit模型的上市公司融资优序的再检验[J]. 经济与管理[J]. 2011, 25（9）：70-74.

[72]蒋兰杰. 农业上市公司资本结构的影响因素研究[D]. 西南大学，2009.

[73]兰闳. 农业上市公司资本结构研究[D]. 西南科技大学，2009.

[74]雷国铨，陈梅英，詹志灵. 福建省茶叶企业信贷融资制约因素实证分析[J]. 中南林业科技大学学报（社会科学版），2010，4（5）：11-19.

[75] 李勤. 供应链融资对中小企业信贷配给的影响[D]. 中国社会科学院研究生院，2010.

[76] 李霞. 我国上市公司股权融资偏好的实证解析[J]. 管理科学，2004，17（2）：59-63.

[77] 梁劲锋. 茶叶产业特性及融资影响因素研究[D]. 福建农林大学，2009.

[78] 林佩瑶. 四川省雅安市茶叶企业融资问题研究[D]. 四川农业大学，2010.

[79] 凌廷友，王甫，周志忠. 权衡理论和优序融资理论的比较探析[J]. 华东经济管理，2003，

17(1)：130-132.

[80]刘金霞. 我国上市公司融资模式的现实选择——对上市公司股权融资偏好的思考[J]. 社会科学家，2005，（5）：331-332.

[81] 刘少波. 农业企业发展与资本市场支持[J]. 南方经济，2005，（11）：59-61.

[82] 刘星等. 我国上市公司融资顺序的实证研究[J]. 会计研究，2004，（6）：66-72.

[83] 刘旸. 优序融资理论的实证研究综述[J]. 北方经贸，2011，（3）：90-92.

[84] 陆正飞，辛宇. 上市公司资本结构主要影响因素之实证研究[ J]. 会计研究， 1998，（8）： 34- 37.

[85] 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）：50-59.

[86] 陆正飞. 中国上市公司融资行为研究——基于问卷调查的分析[J]. 会计研究，2003，

（10）：16-24.

[87]马骥，王心如. 中小企业融资制度的最优安排——基于新融资优序理论的思考[J]. 当代

经济研究，2007，（4）：63-66.

[88]马九杰. 中小农业企业信贷短缺的影响因素与政策效应实证分析[A]. 2004年全国农业经济管理学科前沿发展战略学术研讨会论文集. 2004, 190-207.

[89]秦涛. 中国林业金融支持体系研究[D].北京林业大学,2009。

[90]屈耀辉，傅元略. 优序融资理论的中国上市公司数据验证——兼对股权融资偏好再检验

[J]. 财经研究，2007，33(2)：108-118.

[91]曲炳静. 我国农业上市公司资本结构的实证分析[J]. ft东社会科学，2006，（7）：101-130.

[92]沈艺峰. 不对称信息与新资本结构理论[J]. 中国经济问题，1997，（6）：40-48.

[93]盛明泉，李昊. 优序融资理论对上市公司融资行为的解释力[J]. ft西财经大学学报，

2010, 32(10)：51-56.

[94] 孙畅. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 当代经济，2005，（2）：86.

[95] 滕昭君. 民间金融法律制度研究[D]. 中央民族大学，2011.

[96] 庞俊涛. 美日中小企业比较研究[D]. 吉林大学，2006.

[97] 童盼，陆正飞. 负债融资对企业投资行为影响研究：述评与展望[J]. 会计研究，2005，

（12）：71-76.

[98]王清. 农业类上市公司资本结构影响因素的实证分析[J]. 当代经济，2007，17: 158-160.

[99]魏忠海.促进农业企业化发展的金融问题研究[J]. 西南农业大学学报（社会科学版），

2004, (1)：47-50.

[100]吴亮宇. 循环经济与福建茶叶产业的可持续发展[D]. 福建农林大学，2007.

[101]萧端. 我国中小企业融资顺序及影响因素研究——基于优序融资理论的思考[D]. 广州：暨南大学博士学位论文，2010.

[102] 肖作平. 中国上市公司资本结构影响因素研究[D]. 厦门大学，2004.

[103] 徐晓音. 我国中小企业融资方式选择影响因素研究[D]. 华中科技大学，2010.

[104] 阎竣. 私营中小企业主融资行为研究[D]. 华中农业大学，2008.

[105] 杨孚文，莫鸣. 农业企业融资问题调查分析[J]. 价值工程，2010，29: 66-67.

[106]杨江帆，徐清，谢向英，管曦，高水练. 福建茶叶企业差异化与融资风险透视[J]. 茶叶科学，2012，32（1）：66-72.

[107]杨江帆. 福建茶叶企业有机茶生产激励政策研究[J]. 东南学术，2011，（3）：135-141.

[108]杨江帆. 福建茶叶企业有机茶生产选择行为的影响因素研究[J]. 茶叶科学，2011, 31（5）：

427-433.

[109]余文权，孙威江，吴国章，赵丽红. 茶叶企业多元化经营意愿影响因素的实证研究[J]. 福

建农林大学学报（哲学社会科学版），2012，15（2）：49-53.

[110]袁雪芳，张宗益. 我国农业上市公司资本结构影响因素实证研究[J]. 价格月刊，2008，

（4）：64-86.

[111] 詹志灵. 福建省茶叶产业化融资体系实证研究[D]. 福建农林大学，2010.

[112] 张恒春. 我国农业类上市公司资本结构影响因素的实证研究[D]. 中国农业大学，2006.

[113] 张新岭. 我国农业上市公司资本结构影响因素实证研究[J]. 价格月刊，2008，（4）：64-67.

[114] 张顼. 农业类上市公司资本结构研究[D]. 新疆农业大学，2006.

[115]张扬. 农村中小企业融资行为研究[D].中国农业科学院,2010。

[116]张玉明. 资本结构理论的一项修正：股权融资是中小企业融资优序策略[J]. ft东大学学报，2004，（3）：86-91.

[117]张志勇. 南平市茶叶品牌建设研究[D]. 中国农业科学院，2009.

[118]郑家喜，杜长乐. 我国农业上市公司资本结构影响因素的实证研究[J]. 农业经济问题，

2007, (11)：39-43.

[119]郑蓉蓉. 福建小微茶叶企业区域性融资初探[J]. 赤峰学院学报（自然科学版），2012，

28(7)：53-54.

[120]朱丽丽，毕茜，薛晓琳. 农业上市公司的资本结构影响因素的实证分析[J]. 经济研究导刊，2011，（4）：37-38.

[121] 周月书. 中小企业融资结构及障碍因素研究[D]. 南京农业大学, 2008.

[122]周运兰. 中小企业股权融资和股权再融资研究[D]. 华中农业大学，2008.

附录一

**问卷调查表**

**亲爱的朋友：您好！**

**为了更好地了解茶叶企业的融资情况，以便于课题的深入研究，我们特组织了这项调查。我们从全省茶叶企业中随机抽取部分作为代表，您是其中一位。本次调查不要求填写姓名，所有数据仅用于课题研究使用，敬请客观填写，我们将对您提供的数据资料严格保密。**

**衷心感谢您的支持与配合！**

**祝您生意兴隆通四海，财源茂盛达三江！**

**福建农林大学**

**一、企业的基本情况**

1. 企业名称： ，成立时间： 地址： 是否拥有有效法人营业执照或个体工商营业执照 □是 □否

2. 联系人： 联系电话：

3. 企业注册资本： 万元，现有总资产： 万元，固定资产总额： 万元，去年固定资产投资额： 万元，年均纳税： 万元

4. 企业在现经营场所经营年限 年，经营场所产权：□自有 □租赁， 租金 元

/月

5. 企业类型（可多选）：①种植型②加工型③营销型④研发型

⑤集种植、加工、营销、研发为一体的综合型

6. 企业属性（可多选）： ①国家龙头企业 ②省龙头企业 ③市龙头企业 ④一般性企业

7. 企业固定员工： 人，其中管理人员 人。生产季节聘请采茶工 人，加工工人 人

8. 茶叶主要种类（可多选）： ①乌龙茶 ②绿茶 ③红茶 ④白茶 ⑤花茶 ⑥其他

请按产量大小排序： 。产量最大的品种：

9. 企业自有基地 亩（ 主要地点 ）， 协议基地 亩（ 主要地

点 ），

其他外购原料涉及茶园 亩（主要地点 ）

10. 主要成品茶形式（可多选）： ①毛茶 ②精制散茶 ③精制+小包装 ④出口精制茶

11. 企业年均成品茶产量： 吨，产值： 万元，年利润： 万元。

12. 产品主要获奖情况：A、 茶王 B、 金（银、铜） 奖

C、其他（请注明）：

13. 企业或产品认证（可多选）：①QS②ISO9000③SO14000④HACCP⑤GMP

⑥其他（请注明）：

14. 商标名称： ，商标属性：①国家驰名商标②省著名商标③市知名商标

④国家（省、市）名牌农产品⑤其他（请注明）：

15. 是否获得地理标志使用权：①是②否，获得的地理标志产品名称：

16. 本企业拥有销售店（分公司）情况（单位：家）

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 店面形式 | 直营店（含控股） | 加盟店 | 分公司（办事处） | 其中茶馆、会所 |
| 数量 |  |  |  |  |

17. 主要市场（城市、出口国名）： ，总营销额（所有终端销售）：万元

18. 年出口 吨，单价： 万元/吨；出口方式：①自营出口②委托出口

19. 平均每斤成品茶总生产成本及其利润率（单位：元/斤，%）

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 乌龙茶 | 绿茶 | 红茶 | 白茶 | 花茶 | 其他： |
| 平均成本 |  |  |  |  |  |  |
| 平均毛利润率 |  |  |  |  |  |  |
| 平均净利润率 |  |  |  |  |  |  |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 20. 企业毛利润率水平  ①10%（含）以下 | ②10%-20%（含） | ③20%-30%（含） |
| ④30%-40%（含） | ⑤40%-50%（含） | ⑥50%以上 |
| 21. 企业净利润率水平 |  |  |
| ①10%（含）以下 | ②10%-20%（含） | ③20%-30%（含） |
| ④30%-40%（含） | ⑤40%-50%（含） | ⑥50%以上 |

22. 企业财务管理状况：①有报表没有审计 ②有报表有审计 ③没有报表

23. 企业是否有专职财务人员： ①有 ②没有

24. 企业控制人年龄： 岁，受教育程度：

①小学②初中③高中、中专④大专、大学本科⑤硕士及以上

25. 企业控制人从事茶行业年限为 年，户籍 ，家庭拥总资产 \_万元

26. 企业控制人及企业贷款情况

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 类型 | 品种 | 金额 | 期限 | 年利率 | 担保方式 | 贷款银行/民间贷款人 |
| 控制人家庭贷款 | □按揭 □消费贷款 □经营性贷款 |  |  |  | □抵押  □保证  □信用 |  |
| 企业贷款 | □流动资金贷款 □银行承兑汇票  □长期借款 □其他： |  |  |  | □抵押  □保证  □信用 |  |
| 对外担保 |  |  |  |  |  |  |
| 控制人总房产 套，价值 万元；其中已抵押房产 套，价值 万元；其他个人固定资产价值 万元 企业固定资产价值 万元，其中已抵押固定资产价值 万元 | | | | | | |

27. 企业去年研发经费 万元

28. 企业经营面临的主要困难有：

①融资②市场开拓③员工招聘④研发⑤品牌建设⑥其他，请说明

**二、企业的融资现状及影响因素**

29. 企业资金的主要来源是： （可多选）

①自有资金②金融机构贷款③民间借贷（包括亲朋好友借款）

④政府资助⑤引进外资或收购

30. 如果金融机构是企业资金的主要来源之一，其类型是： （可多选）

①工行、农行、中行、建行、交行等国有股份制银行②招商、民生、华夏等股份制银行

③城市商业银行④农村合作金融机构（农村信用社、农村合作银行和农村商业银行）

⑤邮政储蓄银行⑥外资银行⑦非银行金融机构（信托公司、金融租赁公司等）

31. 如果民间借贷是企业资金的主要来源之一，其类型是： （可多选）

①低利率互助型借贷②企业集资型借贷③发放高息型借贷④不规则的中介借

贷

32. 企业 1 年以下（含 1 年）的民间借贷金额是： 万元

33. 企业 1 年以上的民间借贷金额是： 万元

34. 如果政府资助是企业资金的主要来源之一，其类型是： （可多选）

①财政贴息②税收优惠③政府直接补助或投资④用地便利及优惠

⑤其他（请说明）：

35. 企业在资金困难的时候，最可能采取的措施是： （可多选）

①向金融机构贷款 ②民间借贷 ③拖欠货款 ④其他（请说明）：

36. 企业在资金困难的时候，如果采取民间借贷，其类型为： （可多选）

①低利率互助型借贷 ②企业集资型借贷 ③发放高息型借贷 ④不规则的中介借

贷

37. 企业近2年（2009-2010）是否有向金融机构申请贷款？①是②否

**如果第37题回答“是”请继续回答下列问题，如果回答“否”请跳到第58 题**

38. 企业平均每次申请贷款金额是： 元

①50 万（含）以下 ②50-100 万（含） ③100-200 万（含）

④200-500 万（含） ⑤500-1,000 万（含） ⑥1, 000 万以上

39. 申请的还款期限：

①3 个月 ②半年 ③1 年 ④3 年 ⑤5 年以上 ⑥其他（请说明）：

40. 申请还款期限 1 年以下（含 1 年）贷款金额是： 万元

41. 申请还款期限 1 年以上贷款金额是： 万元

42. 申请的贷款种类： （可多选）

①短期流动资金贷款 ②中长期贷款 ③保理 ④仓单及动产融资 ⑤其他（请说明）：

43. 申请贷款的年利率： （可多选）

①6%（含）以下②6%-7%（含）③7%-8%（含）④8%-9%（含）⑤9%以

上

44. 企业最希望的贷款渠道是：

①工行、农行、中行、建行、交行等国有股份制银行②招商、民生、华夏等股份制银

行

③城市商业银行④农村合作金融机构（农村信用社、农村合作银行和农村商业银行）

⑤邮政储蓄银行 ⑥外资银行 ⑦非银行金融机构（信托公司、金融租赁公司等）

45. 企业选择以上最希望贷款渠道的原因（可多选）：

①借款金额满足程度高 ②利率低 ③抵押、担保条件优惠 ④网点方便

⑤手续简单⑥其他（请说明）：

46. 为了获取企业生产经营所需要的贷款，企业愿意接受哪些条件？ （可多选）

①担保贷款 ②信用贷款 ③质押贷款 ④抵押贷款 ⑤联保贷款 ⑥提高贷款利率

47. 企业通过融资最想解决哪些问题： （可多选）

①扩大再生产（〇原材料采购、〇购买土地建厂房、〇购买设备、〇增加销售门店）

②研发 ③发工资 ④归还拖欠贷款 ⑤间接投资

48. 如果企业进行间接投资，其投资类型是： （可多选）

①股票等证券 ②房地产 ③对其他实体投资 ④其他（请说明）：

49. 企业最终获得贷款的比例：

①没有获得贷款 ②20%（含）以下 ③20%-40%（含） ④40%-60%（含）

⑤60%-80%（含） ⑥80%-100% ⑦全额

50. 如果是全额获得贷款，其原因可能是： （可多选）

①有较强的担保 ②有抵押物 ③通过熟人 ④企业规模大、竞争力强

⑤企业信用等级高 ⑥资产负债率低 ⑦其他（请说明）：

51. 如果没有获得贷款或者仅获得部分贷款，说明其原因： （可多选）

①缺乏担保 ②缺乏抵押物 ③没有熟人 ④企业规模小、竞争力弱

⑤企业信用等级低 ⑥资产负债率高 ⑦其他（请说明）：

52. 企业获取贷款的方式是： （可多选）

①抵押 ②担保 ③信用 ④质押 ⑤其他（请说明）：

53. 企业对现行贷款利率的看法：

①很高，不能接受 ②勉强可以承担 ③刚好合适 ④比较低

54. 在目前贷款利率水平下，企业是否希望获得更多贷款？ ①是 ②否

55. 如果以高于现有利率条件取得贷款，企业希望投入的领域是：

①生产②研发③销售④发放工资⑤其他（请说明）：

56. 企业与金融机构之间联系沟通的频繁程度：

①没有联系②每月1-5次③每月6-10次④每月10次以上

57. 企业已经获得的全部贷款总额占负债总额的比例是：

①20%（含）以下②20%-40%（含）③40%-60%（含）④60%-80%（含）⑤

80%以上

58. 企业没有申请贷款的原因： （可多选）

①已有贷款未还清②暂不需要③没有熟人④手续太麻烦⑤利率太高

⑥没有抵押品⑦无法提供担保⑧企业信用等级低⑨其他（请说明）：

59. 您认为，企业自身因素中哪些对企业的贷款影响比较大： （请按大小排序）

①企业规模②企业利润③企业财务制度④行业因素⑤抵押品⑥企业信用状况⑦其他（请说明）：

**三、企业未来的融资需求**

60. 如果不受融资渠道的约束，企业更愿意选择下列哪一种作为优先融资渠道？

①内部融资②债券融资③股票融资

61. 目前企业是否还有贷款需求：

①是②否

62. 企业愿意提供哪些资产进行抵押？： （可多选）

①无②房地产③汽车④存单、订单、股权、应收账款等⑤其他（请说明）：

63. 未来企业希望的贷款品种是： （可多选）

①短期流动资金贷款②中长期贷款③保理④仓单及动产融资本

⑤其他（请说明）：

64. 企业希望申请短期流动资金贷款理由是：

①手续简单②担保容易③获取贷款金额多④成本低⑤资金周转快⑥其他（请说明）：

65. 企业希望申请中长期贷款由是：

①手续简单②担保容易③获取贷款金额多④成本低⑤资金周转快⑥其他（请说明）：

66. 企业希望申请保理理由是：

①手续简单②担保容易③获取贷款金额多④成本低⑤资金周转快⑥其他（请说明）：

67. 企业希望申请仓单及动产融资本理由是：

①手续简单②担保容易③获取贷款金额多④成本低⑤资金周转快⑥其他（请说明）：

68. 企业现有的贷款金额是： 万元？未来企业每年贷款额度增长比例估计是：

①0%②0%-10%（含）③10%-50%（含）④50%-100%（含）⑤100%以上

69. 企业最高能接受的贷款年利率： （可多选）

①6%（含）以下②6%-7%（含）③7%-8%（含）④8%-9%（含）⑤9%以

上

70. 如果企业未来愿意选择银行融资，其原因是：

①成本低②手续简便③授信品种多样化④额度大⑤有熟人⑥其他（请说明）：

71. 您认为，银行采取以下哪种改进措施，有助于改进目前银行向贵公司提供更好的金融服

务？

（可多选，按重要程度排序）

①放宽银行对企业财务状况或经营状况要求；②放宽对企业的担保条件；

③放低对企业信用等级要求；④银行应专门针对小企业特点设计金融产品；

⑤银行应设置更合理的贷款业务流程；⑥增加银行信用社可供业务办理的网点；

⑦其他（请说明）：

72. 在解决企业融资问题上，您还希望金融机构采取那些措施？

73. 企业在融资过程中，曾得到过以下哪些组织或团体的支持？ （可多选）

①行业协会②担保公司③企业自主抱团④其他中介机构（请说明）

74. 企业向银行进行贷款申请时，获得了政府的哪些支持 （可多选）

①提供相关的法律保障；②实行特殊的税收政策，减轻企业的税收负担

③推动企业科技创新，提升科技水平；④提供各种不同的融资服务和信息服务；

⑤设立适合企业需要的各种培训课程及引进先进的培训手段；

⑥对企业开展信用等级评价和信息征集；⑦提供风险补偿基金；

⑧组织企业联合贷款；⑨成立专门的担保机构为企业进行担保；

⑾其他支持

75. 当前，据您所知，行业协会等中介组织对企业融资的支持形式主要是 （可多选）

①直接向企业提供贷款②为企业贷款提供担保

③为企业贷款提供辅导④其他形式（请说明） 您希望这些支持（来自于中介组织的企业融资支持）的改进建议是：

您希望还能够获得的支持（来自于中介组织的企业融资支持）是：

76. 您还有哪些具体的政策诉求以及对政府的意见和建议：

**问卷结束，再次感谢您的大力支持与帮助！**

致 **谢**

青春激昂，学海荡漾。2002年，我怀揣梦想，迈入了期许已久的大学校园，从此历经了集美大学、厦门大学、福建农林大学三所大学，学习了财政学、科社、农业经济管理三个专业，攻读经济学学士、法学硕士、管理学博士三种学位。回首过往，历历在目，个中的艰辛唯有自知，其间的快乐永生难忘，收获的幸福数不胜数。一路走来，马不停蹄，前行的道路虽不总是一帆风顺，但无尽的亲情、友情、爱情、师生情总能指引我前进的方向，鼓舞我前进的勇气，激发我前进的动力。时光荏苒，毕业在即，三年的博士学习生涯将要划上句点，在此，向所有关心、帮助和指导我的人们致以最诚挚的谢意和最崇高的敬意！方寸之间难表感谢之心，只言片语难述感恩之情，但你们的关怀和激励将伴我一生。

感谢、感恩我的导师杨江帆教授！恩师数十年如一日，殚精竭虑地致力于传道、授业、解惑，开创了中国茶业经济与管理学科，著作等身，桃李满天下，能够拜读恩师门下，幸甚至哉！三年来，恩师毫无保留地传授我“人之道、学之道、茶之道”，尽心尽力地为我解“人生之惑、学术之惑”，使我终生受用不尽。恩师学识渊博，治学十分严谨，从我的论文选题开始直至论文的完成，每一个环节都悉心指导、反复推敲，倾注了大量的心血和智慧。此外，在生活和工作方面，恩师也给予我无微不至的关怀和极大的帮助。而今，长期的辛劳已让恩师的双鬓平添了许多银发，每思及此，我总是百感交集，深深地感到唯有穷其一生去领悟、践行您传授给我的“道”，唯有更加奋力拼搏、发愤图强，才能不辜负您对我的殷切希望和莫大恩情。

感谢刘伟平教授在我的学习、生活和工作等方方面面，长期给予的关怀、指导和帮助，您渊博的学识、谦和的品格、严谨的作风、宽广的胸怀将是我毕生学习的楷模。在整个三年的博士学习生涯和论文写作过程中，黄和亮教授、王文烂教授、徐学荣教授、谢志忠教授、王林萍教授、王波副教授、戴永务副教授、邓衡ft老师等，都给予了我深切的关怀和精心的指导。在此，谨向你们致以真诚的感谢和崇高的敬意！

感谢范瑾老师、曹滨斌老师、李文灿老师的辛勤工作；感谢我们研究团队庄佩芬教授、谢向英教授、管曦博士、苏宝财博士、高水练老师、陈潜老师、陈萍老师、林畅老师等对我的无私帮助；感谢师兄简盖元博士、银小柯博士、蔡俊煌

博士、黄文彪博士等的关心和帮助；感谢我的同学严可仕、陈杰、陈朝春、王金凤、罗雪英、谢芬、陈松、陈凌文、黄振香、郑瀚、石弢、刘晓飞、徐隆、林春桃等，与你们共同度过三年愉快的学习时光深感荣幸，与你们一同探讨、交流各种知识，使我获益匪浅。

感谢我的家人，你们默默的付出、关怀与体贴是我人生道路上最坚强的后盾，你们健康快乐是我最大的愿望！

海阔凭鱼跃，天高任鸟飞。毕业后，我将继续发扬母校“五种品格”之精神，脚踏实地，在前行的道路上迈出更加坚实的步伐。

（2013年5月于福建农林大学）