

成长型公司财务报表分析与 股票未来收益^{*}

——来自中国上市公司的经验证据

孔宁宁 张新民 李寅迎

(对外经济贸易大学 100029)

【摘要】 本文选取 2001 - 2005 年沪深两市低账面市值比公司作为研究样本，构造可用于判别成长型公司财务状况的综合财务指标 G 指数，旨在帮助投资者发现成长型公司的投资价值。研究表明，G 指数投资分析方法对于判别我国成长型公司的投资价值是有效的，投资者可以通过构建恰当 G 指数投资组合获取超额收益。本文提出的指数分析理念有助于提升传统财务报表分析的价值，同时为账面市值比效应产生于定价偏误提供了证据支持。

【关键词】 账面市值比效应 成长型股票 G 指数 股票收益率

一、引言

20 世纪 80 年代以来，国外学者在金融学实证研究中发现了许多与有效市场假说背离，主流数理金融理论无法解释的市场异象，账面市值比效应就是其中之一。账面市值比效应是指股票投资收益与公司账面市值比正相关，即投资于高账面市值比公司的股票能够获取较高收益，而投资于低账面市值比公司的股票通常收益较低。对于账面市值比效应成因的解释存在很大分歧，一种观点认为原因在于风险因素无法观测，另一种观点则认为原因在于定价偏误。低账面市值比公司多为成长型公司，投资者将其股票称为成长型股票；高账面市值比公司的股票通常被称为价值型股票。在账面市值比效应研究中，价值型股票因具有较高投资价值受到更多关注，而收益率水平较低的成长型股票往往被忽视。那么，成长型股票是否具有投资价值呢？通过对成长型股票收益率的观察可以发现，尽管其整体表现弱于价值型股票，但投资其中一些股票却可获得很高的收益率。哪些成长型股票具有较高的投资价值？采取何种方法能够对成长型股票的收益率进行判断以便作出正确的投资决策？

传统的财务报表分析通常依据未完全反映在股价中的信息分辨事后赢家和输家，很难确定这种分析对成长型股票是否有效，因为成长型公司往往因宣传或近期较好的市场表现而受到偏离基本面的价值高估。研究发现，市场往往对成长型股票的当前基本面进行自然外推，或者忽视前期投资对未来收益的影响。本文选取 2001 - 2005 年沪深两市上市公司中各年账面市值比最低的 20% 公司作为成长型公司研究样本，在

^{*} 本文是对外经济贸易大学“211 工程”三期重点学科建设项目（73400050）、对外经济贸易大学学术创新团队资助项目的阶段性研究成果。

传统基本面分析的基础上,结合我国证券市场实际情况和成长型公司的特点,同时使用基于外推效应和成长性考虑的指标,构造综合财务指标 G 指数,考察不同 G 指数组合的未来股票收益率状况。研究结果表明,G 指数方法对判别我国成长型公司财务状况是有效的,投资者可以通过建立恰当投资组合,买入高 G 指数股票,卖出低 G 指数股票,获取超额收益。

本文的研究贡献在于:(1)通过实证分析证明成长型股票与价值型股票一样具有投资价值,有助于厘清投资者的认识误区,指导投资者使用指数分析方法发现成长型公司的投资价值,做出恰当投资决策;(2)在国内首次引入指数分析理念,拓展了传统财务报表分析的思路,由于该理念具有普适性,可广泛用于各类公司财务状况综合评价,能够在很大程度上提升传统财务报表分析的价值;(3)为账面市值比效应产生于定价偏误提供了经验证据支持。

二、文献回顾

(一) 账面市值比效应相关研究文献

实证研究发现,账面市值比效应在国外很多证券市场普遍存在。对于账面市值比效应形成原因的解釋,主要有两种观点:一是站在有效市场视角,认为账面市值比效应是一种风险补偿(Fama 和 French, 1992; Vassalou 和 Xing, 2004);一是站在行为金融学视角,认为账面市值比效应产生于定价偏误(Lakonishok, Shleifer 和 Vishny, 1994; Ali 等, 2003)。我国学者自 20 世纪 90 年代中期开始研究国内股市的账面市值比效应,陈信元等(2001)认为我国股票市场存在账面市值比效应,陈莹(2008)运用有限套利理论证明账面市值比效应产生于定价偏误。

(二) 基础财务分析与股票收益预测的相关研究文献

财务报表是衡量企业财务状况与经营结果的主要依据,很多论文聚焦财务报表分析对预测未来收益的有用性。Piotroski(2000)运用财务报表分析工具建立高账面市值比公司投资战略,证明投资于基础财务指标较好公司能够获得更高超额收益。Beneish, Lee 和 Tarpley(2001)使用两阶段财务报表分析方法,首先利用基于市场的信号分辨出业绩表现极端的公司,然后利用基础财务指标区分出赢家和输家,分析结果表明了在一定背景下运用基础财务分析的重要性。Mohanram(2004)使用基于基本面分析的指数分析法,考察不同指数公司组合的未来股票收益率状况,帮助投资者建立成长型公司投资策略。在我国,考察基础财务分析与未来股票收益关系的实证研究尚未出现。

(三) 成长型公司特征指标相关研究文献

一些论文专门研究高科技和研发密集型等特殊成长型公司。Lev 和 Sougiannis(1996)发现研发密集型公司在未来期间能够获得超额收益,Chan, Lakonishok 和 Sougiannis(2001)随后确证了这一点,指出研发支出具有信息含量,是影响定价的重要因素之一。Barth, Elliott 和 Finn(1999)的研究发现,前期收益稳定的公司更有可能在未来取得较好的市场表现。Dechow 和 Sloan(1997)指出,市场对分析师所作长期增长偏误预测的依赖,是低账面市值比公司收益差的重要原因。我国学者薛云奎等(2001)发现无形资产投资与股票价格显著相关,胡延杰等(2008)指出盈余和主营业务收入持续增长都向市场传递了盈余质量水平提高的会计信号。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文首先选择 2001-2005 年沪深两市全部上市公司作为研究对象,在剔除关键指标缺失和极端数据样本后,取得 1277 家上市公司作为总样本,共得到 5353 个观测值;然后按照账面市值比大小将各年样本分为 5 组,重点关注账面市值比最低的那一组,最终确定的样本为 393 家低账面市值比公司,观测值共计

1017 个。

本文所用上市公司原始财务数据来源于北京聚源锐思数据科技有限公司和深圳国泰安公司开发的研究数据库,在此基础上结合上市公司年报数据进行必要的补充。作者在原始数据基础上通过手工整理,计算出研究所需的相关指标。

(二) 研究思路

众多实证研究的结果表明,成长型股票在组合形成后整体表现欠佳。然而,不同成长型股票存在很大差异。本文旨在帮助投资者对成长型公司进行财务分析,从中区分赢家和输家。本文借鉴 Piotroski (2000) 和 Mohanram (2005) 所作研究,结合我国证券市场实际情况,试图使用三组指标构建成长型公司基础财务指标体系,将成长型公司区分为赢家和输家。第一组为传统的基础财务指标,主要与公司盈利能力和现金流量状况相关;第二组是基于外推效应确定的指标,可以把因市场价值高而导致账面市值比低的公司区分出来;第三组是基于未来成长性确定的指标,可以把因实行稳健会计导致账面市值比低的公司区分出来。

成长型公司基础财务指标的选择隐含了一个假设,即账面市值比效应是由于偏误定价造成的,而不是产生于风险无法观测。这就意味着,成长型公司财务报表分析和投资组合策略的成功与否,可以为账面市值比效应的成因提供证据。文中提出的投资分析策略完全依赖于公开可得的历史财务数据,而非使用基于市场的指标或分析师预测等其他信息。

(三) 三组指标的具体说明

1. 基于盈利能力的基础财务指标

钱爱民等 (2008) 认为,经营资产核心利润率 (COREPR)^① 能够较好反映公司经营活动的盈利能力。我们使用经营资产核心利润率作为衡量盈利能力的一个指标,把各家公司的经营资产核心利润率与同期同行业均值进行比较,得到指标 G1。如果公司经营资产核心利润率大于行业均值,则令 G1 等于 1,否则 G1 等于 0。由于公司成立初期往往需要进行大量固定资产和无形资产投资,由此产生大量折旧和摊销费用,因此对于处于生命周期早期的成长型公司而言,现金流量比利润更有代表性。我们使用经营活动现金流量替代核心利润计算资产收益率,得到经营资产经营现金流量率 (CFCOREPR) 指标,然后把各家公司的经营资产经营现金流量率与同期同行业均值进行比较,得到指标 G2。如果公司经营资产经营现金流量率大于行业均值,则令 G2 等于 1,否则 G2 等于 0。Sloan (1996) 证明,收益由较多应计项目构成的公司通常在未来表现不佳,因为它们的收益质量较低。与此相适应,我们把指标 G3 定义为:如果公司的经营活动现金流量大于核心利润,则令 G3 等于 1,否则 G3 等于 0。使用基础财务指标有助于把纯粹成长型公司与因宣传而被高估价值的公司区分开来。

2. 基于自然外推效应确定的指标

如果两家公司 A 和 B 都是成长型公司,而且同处于一个功能固定且存在外推效应的市场中,具有相似的较好收益业绩和潜在市场估值,那么如果我们假设 A 公司收益稳定而 B 公司收益不稳定,则 B 公司只是侥幸实现当前较好业绩的几率要大于 A 公司。因此,我们可以自然推断出,与 A 公司相比,B 公司更有可能在未来期间提供较差的收益业绩。收益稳定性可以帮助投资者区分具有可靠前景的成长型公司和因宣传而被高估价值的公司。我们使用过去 5 年公司经营资产核心利润率的方差 (VARCOREPR) 来衡量收益变动性,然后将各家低账面市值比公司的经营资产核心利润率方差与同期同行业均值加以比较。我们

^① 经营资产核心利润率是当年核心利润与年初经营资产总额之比,其中核心利润 = 主营业务收入 - 主营业务成本 - 营业税金及附加 - 营业费用 - 管理费用 - 财务费用。

把 G4 定义为: 如果公司的经营资产核心利润率方差小于行业均值, 则令 G4 等于 1, 否则 G4 等于 0。

3. 基于未来成长性确定的指标

较高的研发、广告和资本性支出有利于带来未来销售收入和收益的增长, 使公司更有可能达到市场的高预期。然而, 会计准则的稳健性要求研究支出和广告支出费用化、开发支出有条件资本化, 导致当期收益和资产账面价值降低, 使公司出于会计原因而非价值高估产生较低的账面市值比。由于很多上市公司没有披露广告费支出和研发支出数据, 我们使用增量无形资产和资本性支出作为衡量公司未来成长性的指标, 无形资产使用年末与年初无形资产的差额确定, 资本支出使用年末与年初固定资产的差额加上当年在建工程账户余额确定。为剔除公司规模因素的影响, 将两个指标分别除以总资产, 计算增量无形资产与总资产比率 (RDINT) 和资本性支出与总资产比率 (CAPINT)。我们把 G5 和 G6 定义为: 如果公司的增量无形资产支出与总资产比率和资本性支出与总资产比率大于同期行业均值, 则令 G5 和 G6 等于 1, 否则 G5 和 G6 等于 0。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计分析

1. 主要财务指标的描述性统计分析

表 1 列示了低账面市值比样本公司主要财务指标的描述性统计分析结果。为便于比较, 同时列示了总样本公司的相关数据。与总样本公司相比, 低账面市值比公司明显具有更低的账面价值, 总资产、销售收入和经营资产核心利润也更低。大多数财务指标的中位数明显小于均值, 说明存在一些特别大的公司。此外, 低账面市值比公司的经营核心资产利润率、股东权益收益率和销售增长率均较低。

表 1 主要财务指标的描述性统计

变量	低账面市值比样本公司 (1017 个观测值)			总样本公司 (5353 个观测值)		
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差
股东权益市值	2537569278	1719020347	3104993310	3264395769	2091360701	8243261320
股东权益账面价值	425223229	281637357	923539083	1447653546	740380199	5916537362
账面市值比	0.1337	0.1523	0.2880	0.4168	0.3742	0.3087
总资产	1093065034	724861291	1619929065	2921694096	1448908241	12277251339
销售收入	661796966	315768139	1095016609	2133333903	707296641	15357711847
经营资产核心利润	6236118	7040902	200771956	145830857	37088951	1496213443
经营资产核心利润率	-0.55%	1.21%	10.05%	3.11%	3.10%	7.13%
股东权益收益率	-4.44%	3.35%	31.12%	4.81%	6.01%	17.49%
销售增长率	13.95%	9.91%	51.53%	23.34%	14.94%	64.62%

2. 股票持有年收益率的描述性统计分析

我们使用的股票持有年收益率为累计收益率, 同时计算了规模调整收益率, 即减去同期与公司处于相同市值类别 (按市值将所有公司 10 等分) 公司的平均收益率。表 2 列示了股票持有年收益率的分布情况。可以看到, 组合形成后第 1 年和第 2 年的规模调整收益率均值分别为 -2.05% 和 -7.82%。虽然股票持有年收益率总体较低, 但差异较大。因此, 通过双尾分布分辨公司收益率状况并利用公司间收益率差异获利的战略很有可能获得成功。

表2 股票持有年收益率的分布

收益率		均值	10% 分位数	25% 分位数	中位数	75% 分位数	90% 分位数
第1年	原始收益率	-17.83%	-47.79%	-35.18%	-21.77%	-3.56%	16.43%
	规模调整收益率	-2.05%	-33.24%	-19.34%	-4.64%	11.93%	31.33%
第2年	原始收益率	1.15%	-47.80%	-34.37%	-16.62%	13.57%	74.73%
	规模调整收益率	-7.82%	-52.99%	-28.42%	-9.95%	7.87%	30.50%

(二) 与单个指标对应的股票收益率

单个指标与收益率实现之间的关系如表3所示。表3考察第1年的规模调整收益率状况,将达到标准公司(各指标等于1)的收益率均值与未达到标准公司(各指标等于0)进行比较。结果显示,除G3外,其他指标所对应的收益率差异均为正数;所有指标对应的收益率差异都非常显著。第2年的规模调整收益率分布与第1年类似,篇幅所限,不再详列。

表3 第1年的规模调整收益率

指标	(0)		(1)		(1) - (0)	T值
	观测值	均值	观测值	均值		
G1 (COREPR _{it} ≥ COREPR _{it} 行业均值)	393	-0.1303	624	0.0486	0.179	-11.346 ***
G2 (CFCOREPR _{it} ≥ CFCOREPR _{it} 行业均值)	519	-0.0729	498	0.0340	0.1069	-6.419 ***
G3 (CFCOREPR _{it} ≥ COREPR _{it})	542	0.0138	475	-0.0597	-0.0735	4.389 ***
G4 (VARCOREPR _{it} ≤ VARCOREPR _{it} 行业均值)	249	-0.0879	768	0.0013	0.0892	-5.016 ***
G5 (RDINT _{it} ≥ RDINT _{it} 行业均值)	317	-0.0590	700	-0.0031	0.0559	-3.252 ***
G6 (CAPINT _{it} ≥ CAPINT _{it} 行业均值)	574	-0.0448	443	0.0109	0.0557	-3.233 ***

注: ***表示1%的显著性水平。

(三) G指数与股票收益率

我们把G1-G6六个指标集成单一指数,称为G指数^②,考察传统基础财务分析对成长型股票的有效性。由于G指数包含6个指标,可以有从0到6七个数值。表4列示了基于G指数建立的投资组合在建立后第1年的规模调整收益率。可以看到,样本公司的规模调整收益率均值与G指数显示出极强且完全单调的关系,说明买入高G指数股票、卖出低G指数股票的组合策略可能非常有效。然而,两个极端组合中所包含的公司数量很少,因此我们把G指数为0、1和2的三个组合归入低组合组,把G指数为5和

② 篇幅所限,我们没有列出相关系数表。各基础财务指标之间的相关性不强,因此如果每个指标在预测未来收益率时都是有效的,则对其加以综合运用会富有成效。

6 的两个组合归入高组合组,这样可以确保高低组合中都有足够多的公司供投资者选择,从而方便其建立可行的避险策略。高低 G 指数组合的规模调整收益率均值差异和中位数差异显著。在相应的分位数上,低 G 指数组合的收益率都较低,高 G 指数组合的收益率都较高,呈现出严格的单调性,从而表明 G 指数分析法可以改变收益率的分布。从对样本收益率均值 (- 2.05%) 的偏离看,两个组合几乎是对称的。高 G 指数组合的均值收益率比样本均值高 8.87%,而低 G 指数组合的均值收益率比样本均值低 9.85%。

表 4 第 1 年规模调整收益率的分布特征^③

G	样本数	均值	10%	25%	中位数	75%	90%
0	12	-23.07%	-45.56%	-36.51%	-25.78%	-12.71%	5.61%
1	66	-15.79%	-45.35%	-29.99%	-12.87%	-2.02%	7.30%
2	187	-9.81%	-37.51%	-26.97%	-12.14%	3.10%	16.10%
3	262	-4.01%	-34.29%	-19.13%	-3.83%	12.06%	25.65%
4	246	1.85%	-29.51%	-18.16%	-2.66%	19.08%	40.38%
5	161	4.94%	-27.99%	-13.07%	1.55%	19.64%	47.89%
6	83	10.46%	-22.23%	-10.77%	3.15%	20.48%	73.11%
ALL	1017	-2.05%	-33.24%	-19.34%	-4.64%	11.93%	31.33%
高 G (5, 6)	244	6.82%	-25.07%	-11.93%	1.68%	19.69%	50.49%
低 G (0, 1, 2)	265	-11.90%	-38.59%	-27.52%	-12.86%	1.36%	13.89%
高 - 低		18.72%			14.54%		
T 值/Z 值		7.9382 ***			-7.671 ***		

注: *** 表示 1% 的显著性水平。

(四) 稳健性测试

为确保研究结果的稳健性,我们分别使用规模分块、成长速度分块、考察跨期结果和控制风险因素等方法,对 G 指数分析策略进行稳健性测试。稳健性测试结果表明,G 指数分析策略的有效性不受公司规模和成长速度影响,不同规模和成长速度公司高低 G 指数组合收益率均值之差均为高度显著;G 指数分析策略在各期都很稳健,在 5 年中始终取得正收益。此外,在控制风险因素后,G 指数分析策略仍然有效。

五、研究结论和局限性

本文选择我国 2001 - 2005 年间沪深两市低账面市值比公司作为成长型公司研究样本,考察财务状况综合指数分析法对判别成长型公司投资价值的有效性,通过实证分析得出以下结论:(1) 成长型股票与价值型股票一样具有投资价值。虽然成长型股票整体收益率水平低于价值型股票,但成长型股票组合内部收益率差异较大,一些成长型股票具有很高的投资价值。(2) G 指数投资分析方法对于判别我国成长型公司的投资价值是有效的,投资者可以通过构建恰当 G 指数投资组合获取超额收益。在进行规模分块、成长速度分块、跨期结果、控制风险因素等稳健性测试后,上述结论仍然成立。(3) 高 G 指数公司与低 G 指数公司具有相似的系统性风险,但收益波动性更小,因此业绩明显好于低 G 指数公司。此外,在所

^③ 组合形成后第 2 年的规模调整收益率、组合形成后第 1 年和第 2 年的原始收益率也具有相似的分布特征。

分析的5年中,实施G指数策略均能获得较高收益率,与账面市值比效应产生于风险的解释不一致。这些都为账面市值比效应产生于定价偏误提供了证据支持。

论文的不足之处在于,由于时间所限,论文研究时间跨度较短,仅包含5个年度,可能在一定程度上影响结论的说服力。另外,论文虽进行了一些稳健性测试,但受数据可得性限制,没有考虑分析师跟踪影响等因素,在今后的研究中有待完善。

主要参考文献

- 陈信元,张田余,陈冬华. 2001. 预期股票收益的横截面多因素分析: 来自中国证券市场的经验证据. 金融研究, 6: 22 ~ 35
- 陈莹. 2008. 中国股市账面市值比效应的检验及解释. 证券市场导报, 2: 35 ~ 41
- 胡延杰,李琳. 2008. 盈余持续增长、收入持续增长和盈余质量: 基于中国上市公司的实证分析. 经济管理, 2: 27 ~ 32
- 钱爱民,张新民. 2008. 新准则下利润结构质量分析体系的重构. 会计研究, 6: 31 ~ 38
- 薛云奎,王志台. 2001. 无形资产信息披露及其价值相关性研究: 来自上海股市的经验证据. 会计研究, 11: 40 ~ 47
- Ali, A. , L. Hwang, and M. Trombley. 2003. Arbitrage Risk and the Book - to - Market Anomaly. Journal of Financial Economics, 69 (2): 355 ~ 373
- Barth, M. , J. Elliott, and M. Finn. 1999. Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings. Journal of Accounting Research, 37 (2): 387 ~ 413
- Beneish, M. D. , C. M. Lee, and R. L. Tarpley. 2001. Contextual Financial statement analysis through the Prediction of Extreme Returns. Review of Accounting Studies, 6: 165 (189
- Chan, L. , J. Lakonishok, and T. Sougiannis. 2001. The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditures. Journal of Finance, 56: 2431 ~ 2456
- Dechow, P. , and R. Sloan. 1997. Returns to Contrarian Investment Strategies: Tests of Na? ve Expectations Hypotheses. Journal of Financial Economics, 43: 3 ~ 27
- Fama, E. , and K. French. 1992. The Cross - Section of Expected Stock Returns. Journal of Finance, 47: 427 ~ 465
- Lakonishok, J. , A. Shleifer, and R. Vishny. 1994. Contrarian Investment, Extrapolation and Risk. Journal of Finance, 44: 1541 ~ 1578
- Lev B. , and T. Sougiannis. 1996. Capitalization, Amortization and Value - Relevance of R&D. Journal of Accounting and Economics, 21 (1): 107 ~ 139
- Mohanram, P. 2005. Separating Winners from Losers among Low Book - to - Market Stocks Using Financial Statement Analysis. Review of Accounting Studies, 10: 133 ~ 170
- Piotroski, J. 2000. Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. Journal of Accounting Research, 38: 1 ~ 41
- Sloan, R. 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings. The Accounting Review, 71: 289 ~ 316
- Vassalou, M. , and Y. Xing. 2004. Default Risk in Equity Returns. Journal of finance, 59 (2): 831 ~ 868

English Abstracts of Main Papers

Reforming and Reshaping Fair Value Accounting in the Post – Crisis Era

Huang Shizhong

Reforming and reshaping fair value accounting (FVA) in the post – crisis era is a critical issue faced by the academia and practitioners. This paper addresses this issue in three parts. Part I analyzes the background of FVA reform , Part II outlines the direction and main areas for FVA reform , Part III is a critique of FVA reform and reshape.

Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: Isogeny , Distributary and Syncretism

Gao Hanxiang & Zheng Jixiao

The corporate governance and corporate social responsibility are two important debatable topics. This article traces to the origin of the corporate governance and CSR , points out that the born of modern corporate is the same origin of the corporate governance and CSR , and the “responsibility” is the same core. This article also analyze the distributaries of the corporate governance and CSR. Because of the change of social environment and economic pattern and the same theoretic core , the syncretism of corporate governance and CSR is an inexorable trend.

What Has Changed since Accounting Informationization?

Sun Yufu

Current theoretical research on accounting informationization is only limited to technical aspect , ignoring the change of basic point of accounting theory , and this affects the development of accounting. Accounting system which combined inside and outside factors can be established under the background of informationization , meanwhile it can also help create a database platform and found a new mode in which users can actively take advantage of information. Accounting informationization will eventually bring forward an innovation of accounting theory , as well as ensure that social economy run efficiently.

Financial Statement Analysis of Growth Companies and Future Stock Return ——Evidence from Chinese Listed Companies

Kong Ningning et al.

This paper tests whether a strategy called G₋ score based on financial statement analysis is successful in helping investors identify the value of Growth companies in terms of future stock performance by using financial data of Chinese listed companies from 2001 to 2005. The research shows that G₋ score strategy based on buying high G₋ score firms and shorting low G₋ score firms consistently earns significant excess returns. Further , the paper proves the effectiveness of analyzing financial statement by using score in differentiating between winners and losers of growth stocks , and supports the mispricing based explanation for the BM effect.

The Availability of the Bank Credit Finance: The Influence of the Entrepreneurs Different Characters and the Financial Marketization

Luo Zhengying et al.

The paper discussed that the impact of entrepreneurs' wealth concentration , their risk aversion , and the degree of financial marketization on credit finance availability for non state – controlled SMEs. It also analyzed the significance of influence and discussed the reasons. The relative data is collected from the listed company from 1999 to 2004. This paper found that entrepreneurs' wealth concentration of SME was significant and it can indicate a signal of proceeds from control rights to outside investors. Furthermore , this paper found that the degree of financial marketization has a positive effect on the credit financing availability , but we have no evidence on the significance between entrepreneurs' risk aversion and debt availability. The empirical study showed that , under current capital market , the differences of entrepreneurs' characters of non state – controlled SME have become one of important criteria