

教育部哲学社会科学研究后期资助项目

# 中国非上市公众公司 投融资研究

RESEARCH ON INVESTMENT AND FINANCING BEHAVIORS OF  
CHINESE UNLISTED PUBLIC COMPANIES

≡ 王茂斌◎著 ≡



对外经济贸易大学出版社

University of International Business and Economics Press

教育部哲学社会科学研究后期资助项目

# 中国非上市公众公司投融资研究

Research on Investment and Financing Behaviors of  
Chinese Unlisted Public Companies

王茂斌 著

对外经济贸易大学出版社

中国·北京

图书在版编目 ( CIP ) 数据

中国非上市公众公司投融资研究 / 王茂斌著 . -- 北京 : 对外经济贸易大学出版社 , 2023.5  
ISBN 978-7-5663-2504-4

I . ①中… II . ①王… III . ①公司—投资—研究—中国②公司—企业融资—研究—中国 IV . ① F276.6

中国国家版本馆 CIP 数据核字 ( 2023 ) 第 078421 号

## 中国非上市公众公司投融资研究

王茂斌 著

责任编辑：汪 洋

---

出版发行：对外经济贸易大学出版社  
社 址：北京市朝阳区惠新东街10号  
网 址：www.uibep.com  
资源网址：www.uibepresources.com

邮政编码：100029  
邮购电话：010-64492338  
发行部电话：010-64492342  
E-mail：uibep@126.com

成品尺寸：170mm × 240mm  
印 张：16.75  
字 数：264千字  
ISBN 978-7-5663-2504-4

印 刷：北京九州迅驰传媒文化有限公司  
版 次：2023年5月北京第1版  
印 次：2023年5月第1次印刷  
定 价：55.00元

---

# 前 言

纵观各国经济形势的发展状况,非上市企业在促进技术进步、扩大就业和出口等方面,都发挥着重要的推动性作用。不同于上市公司,非上市企业面临的投融资问题具有独特性。作为非上市企业的典型代表,非上市公众公司的投融资研究具有重要的理论价值与现实意义。但是研究中国非上市公众公司的投融资问题面临的**最大瓶颈就是研究数据的可得性与数据质量问题**。值得庆幸的是,中国新三板市场自 2013 年扩容以来规模迅速扩大,截至 2018 年 12 月 31 日,新三板挂牌企业家数达到 10 691 家,挂牌企业总市值 34 487.26 亿元,挂牌企业家数远远超过主板、中小企业板、创业板上市公司数量。更重要的是,新三板的准入门槛低、挂牌费用低,中小企业的财务特征更具有代表性。带着对三板市场发展的浓厚兴趣,笔者萌发了使用新三板挂牌企业作为非上市公众公司的代表,研究中国非上市企业投融资问题的研究思路。

已有众多研究文献考察了企业的投融资问题,但是这些研究使用的样本多为成熟的主板、中小板和创业板上市公司,这些上市公司的企业规模相对较大,融资渠道相对多样化,而且公司数量在我国全部企业数量中的占比不到 3%,得出的研究结论可能严重偏离中国非上市企业尤其是中小企业的真实现状。为了使微观企业层面的研究更丰富全面,很多学者开始使用国家统计局构建的《中国工业企业数据库》,它的优点是样本大、指标多、时间跨度长。但聂辉华等学者指出,中国工业企业数据库不是一个由学术机构发布的数据库,在很多方面不符合学术研究要求,样本匹配混乱、指标缺失、指标大小异常、测度误差明显、变量定义模糊等缺陷会严重干扰研究结果,提供错误的研究参考,最重要的是**未经严格审核的公司财务报表数据质量令人担忧**。因此,选取新三板挂牌企业作为研究样本,研究非上市公众公司的投融资问题具有研究数据方面的优势。

## ● 中国非上市公众公司投融资研究

新三板挂牌企业作为研究样本，具有以下优势：第一，新三板挂牌企业数量众多、行业分布广泛，是中国中小企业及非上市企业的典型代表。研究新三板挂牌企业投融资问题，有助于深入了解非上市企业投融资的现状，评估非上市企业投融资过程中存在的核心问题，评价非上市企业投融资问题的影响机制与经济影响效应，帮助优化旨在缓解广大中小企业投融资问题的政策措施，提升中小企业的整体发展潜力。第二，新三板挂牌企业家数众多，且财务数据经过审计，数据质量高。大样本、高质量的企业财务数据是实证研究的重要数据基础，从这个角度来说，新三板挂牌企业的数据质量要优于之前中国学术界经常使用的《中国工业企业数据库》。基于高质量、大样本的财务数据，得到的研究结论更具有现实意义与推广价值。

笔者带领几位研究生经过近两年的努力，终于完成了这部书稿。书稿总体结构分为三部分：第一部分绪论篇，首先对于非上市公众公司的定义、构成与分类进行讨论，然后对国内外相关研究进行文献综述，最后分析非上市公众公司投融资效率研究的理论基础；第二部分基础研究篇，我们侧重从四个维度分别研究非上市公众公司的投融资问题：负债融资角度、股权融资角度、融资约束角度及投资效率角度；第三部分专题研究篇，我们把投资与融资两个方面结合起来，分别考察了融资约束对于非上市公众公司投资效率、创新行为和企业生产率的影响。

就本书稿的完成，笔者首先要特别感谢我的学生在这两年几易其稿之中付出的辛苦，他们分别是刘恒源、李卓颖、赵艺青、樊睿文、焦淑宁、俞杰、焦宗双、高偲和黄哲凝。在统一安排下，他们各自完成了相应章节的数据预处理、数据分析与初稿撰写等大量工作。没有他们的支持与努力，很难想象这篇书稿能够顺利出版。另外，笔者要感谢教育部哲学社会科学研究后期资助项目对本书稿完成提供的经费支持。

中国非上市企业投融资问题始终是值得持续关注的金融问题。我们在研究中抱持审慎的态度进行数据分析和研究推断，但是囿于我们的学识与视野，谬误与差错也一定存在。我们恳请读者给予批评与指正。

王茂斌 谨识于贸大惠园

2023年初春

# 目 录

第 1 章 导 论 .....	1
第 1 节 研究背景 .....	1
第 2 节 研究特色与创新之处 .....	3
第 3 节 研究意义 .....	4
第 4 节 研究思路与基本框架 .....	4
第 5 节 研究方法 .....	6
第 2 章 国内外研究述评 .....	7
第 1 节 非上市公众公司总体特征 .....	7
第 2 节 上市公司与非上市公众公司的比较研究 .....	9
第 3 节 非上市公众公司资本结构研究 .....	12
第 4 节 非上市公众公司投融资行为研究 .....	16
第 5 节 非上市公众公司投融资效率研究 .....	19
第 6 节 非上市公众公司融资约束研究 .....	27
第 3 章 非上市公众公司投融资效率研究的理论基础 .....	34
第 1 节 投融资效率的内涵 .....	34
第 2 节 资本市场效率理论 .....	35
第 3 节 信息经济学和产权理论 .....	39
第 4 节 企业财务行为理论 .....	43
第 5 节 公司治理理论 .....	46

● 中国非上市公众公司投融资研究

第 4 章 中国非上市公众公司概况 .....	51
第 1 节 非上市公众公司定义 .....	51
第 2 节 非上市公众公司主要构成 .....	51
第 3 节 非上市公众公司分布 .....	56
第 4 节 非上市公众公司股权结构 .....	65
第 5 节 非上市公众公司治理结构 .....	69
第 5 章 非上市公众公司负债融资研究 .....	71
第 1 节 引言 .....	71
第 2 节 文献综述 .....	76
第 3 节 研究设计 .....	84
第 4 节 实证分析 .....	89
第 5 节 结论与展望 .....	104
第 6 章 非上市公众公司股权融资研究 .....	107
第 1 节 引言 .....	107
第 2 节 文献综述 .....	109
第 3 节 新三板定增概述 .....	112
第 4 节 研究设计 .....	115
第 5 节 实证分析 .....	121
第 6 节 结论与展望 .....	124
第 7 章 非上市公众公司融资约束研究 .....	127
第 1 节 引言 .....	127
第 2 节 研究设计 .....	130
第 3 节 实证检验与结果分析 .....	134
第 4 节 结论与建议 .....	139

第 8 章 非上市公众公司投资效率研究 .....	142
第 1 节 引言 .....	142
第 2 节 投资效率的影响因素 .....	146
第 3 节 研究假设与研究设计 .....	149
第 4 节 实证检验与结果分析 .....	155
第 5 节 结论 .....	166
第 9 章 融资约束与非上市公众公司投资效率关系研究 .....	169
第 1 节 引言 .....	169
第 2 节 研究设计 .....	171
第 3 节 实证检验与结果分析 .....	175
第 4 节 结论与不足 .....	179
第 10 章 融资约束与非上市公众公司创新行为关系研究 .....	181
第 1 节 引言 .....	181
第 2 节 研究设计 .....	185
第 3 节 实证检验与结果分析 .....	192
第 4 节 研究结论与建议 .....	198
第 11 章 融资约束与非上市公众公司生产率的关系研究 .....	203
第 1 节 引言 .....	203
第 2 节 理论基础和研究假设 .....	205
第 3 节 研究设计 .....	207
第 4 节 实证结果 .....	212
第 5 节 结论与未来展望 .....	221
第 12 章 研究结论与政策建议 .....	223
第 1 节 研究结论 .....	223

● 中国非上市公众公司投融资研究

第 2 节 政策建议 .....	225
参考文献 .....	228
附录 A 非上市公众公司监督管理办法 .....	245
第一章 总则 .....	245
第二章 公司治理 .....	246
第三章 信息披露 .....	248
第四章 股票转让 .....	250
第五章 定向发行 .....	251
第六章 监督管理 .....	253
第七章 法律责任 .....	254
第八章 附则 .....	255
附录 B 第 5 章 实证数据处理 .....	256
附录 C 第 5 章 资产有形性与负债水平负相关的补充分析 .....	258

# 第1章 导 论

## 第1节 研究背景

纵观各国经济形势的发展状况,中小企业在促进技术进步、扩大就业和出口等方面,都发挥着重要的推动性作用。特别是在科学技术飞速发展的今天,中小企业的作用日趋重要,已经成为优化产业结构、提高经济增长质量和国际竞争力的重要基石。据统计,中国中小企业为国家提供了60%以上的GDP、50%以上的税收、80%以上的就业岗位以及70%以上的发明专利,但是融资问题极大地制约了中小企业的发展,表现为许多中小企业都是非上市企业,它们的融资严重依赖银行中短期贷款和内部积累,融资渠道单一,内源性融资比重过高,使得中小企业的融资约束问题愈加严重,造成投资不足等问题。

为了拓宽中小企业的融资渠道,解决中小企业融资难的问题,我国先后于2003年和2009年推出了中小企业板和创业板。但中小企业板被认为是主板市场的延伸,上市条件与主板市场基本一致,由于中小企业大多处于初创期,盈利能力符合上市条件的屈指可数,于是我国在2009年推出了创业板,专为暂时无法在主板上市的创业型企业、中小企业和高科技企业提供融资途径和成长空间,其在成立时间、资本规模、中长期业绩等上市要求上更为宽松,但依然只有少数中小企业能够满足上市要求。

全国中小企业股份转让系统起源于2001年“股权代办转让系统”,最早用来承接两网公司和退市公司,俗称“旧三板”。2006年,中关村科技园区非上市股份公司进入代办转让系统进行股份报价转让,开始称为“新三板”。随着

## ● 中国非上市公众公司投融资研究

新三板市场的逐步完善，我国逐步形成由主板、创业板、场外柜台交易网络和产权市场在内的多层次资本市场体系。2012年，国务院批准决定扩大非上市股份公司股份转让试点，首批扩大试点新增上海张江高新技术产业开发区、武汉东湖新技术开发区和天津滨海高新区。2013年12月31日起，中小企业股份转让系统面向全国接收企业挂牌申请。自此以后，新三板成为继上海证券交易所、深圳证券交易所之后的第三家全国性质的股权交易所。新三板的设立，进一步丰富了中小企业的融资渠道，自2013年扩容以来规模迅速扩大。截至2018年12月31日，新三板挂牌企业家数达到10691家，挂牌企业总市值34487.26亿元，挂牌企业家数远远超过主板、中小企业板和创业板上市公司数量。更重要的是，新三板的准入门槛低、挂牌费用低，挂牌中小企业的财务特征更具有代表性。

已有众多研究文献考察了企业的投融资问题，但是这些研究使用的样本多为成熟的主板、中小板和创业板市场上市公司，这些上市公司规模相对较大，融资渠道相对多样化，而且公司数量在我国全部企业数量中的占比不到3%，得出的研究结论可能严重偏离中国企业尤其是中小企业的真实现状。为了使微观企业层面的研究更丰富全面，很多学者开始使用国家统计局构建的《中国工业企业数据库》，它的优点是样本大、指标多、时间跨度长。但聂辉华等（2012）指出，中国工业企业数据库不是一个由学术机构发布的数据库，在很多方面不符合学术研究要求，样本匹配混乱、指标缺失、指标大小异常、测度误差明显、变量定义模糊等缺陷会严重干扰研究结果，提供错误的研究参考，最重要的是未经严格审核的公司财务报表数据质量令人担忧<sup>①</sup>。因此，本项目选取新三板挂牌企业作为研究样本，研究非上市公众公司的投融资问题。

新三板挂牌企业作为本项目的研究样本，具有以下优势：第一，新三板挂牌企业数量众多、行业分布广泛，是中国中小企业与非上市公众公司的典型代表。研究新三板挂牌企业投融资问题，有助于深入了解中小企业投融资的现状，评估中小企业投融资过程中存在的核心问题，评价中小企业投融资问题的影响机制与经济影响效应，帮助优化旨在缓解中小企业的投融资问题的政策措

---

<sup>①</sup> 聂辉华，江艇，杨汝岱. 中国工业企业数据库的使用现状和潜在问题 [J]. 世界经济, 2012 (5): 142-158.

施，提升中小企业的整体发展潜力。第二，新三板挂牌企业家数众多，且财务数据经过审计，数据质量高。大样本、高质量的企业财务数据是学术研究的重要数据基础，从这个角度来说，新三板挂牌企业的数据质量要优于之前中国学术界经常使用的《中国工业企业数据库》。基于高质量、大样本的财务数据，得到的研究结论更具有现实意义与推广价值。

### 第2节 研究特色与创新之处

首先，本书选取新三板挂牌企业作为研究样本，研究非上市公司公众公司的投融资问题，突破了以往普遍使用沪深股市及中国工业企业数据库的局限。新三板挂牌企业数量多、准入门槛低，财务特征更符合一般的中小企业，而且财务数据经过审计，数据质量优于中国工业企业数据库，更适合研究中小企业的投融资问题。其次，本研究丰富了针对新三板市场的实证研究成果。近些年，新三板市场的发展，一方面给很多非上市企业带来了接触资本市场和扩大企业规模的良好机会；另一方面市场的发展也带来了许多值得深入研究的课题：如新三板挂牌企业等非上市公司公众公司的融资约束问题是否和上市公司存在一定的差异性？新三板企业的过度投资与投资不足问题是否存在新的特点？另外，新三板挂牌是否真的提升了企业生产效率和增加了创新？新三板挂牌是否真的增进了劳动者的福利？对于新三板挂牌企业的系统研究，有助于回答上述问题。最后，本研究也有助于从政策层面考察与评估作为多层次资本市场构成的新三板的市场价值，并探索未来政策优化的可能方向。

### 第3节 研究意义

本书的研究具有重要的理论价值。首先，本研究，为理论分析中小企业投融资的决定机制与影响效应提供了很好的视角，有助于更清晰地了解中小企业投融资行为的复杂性、内生性问题，也有助于更好地预测中小企业未来的投融资决策行为。其次，中国中小企业面临的投融资问题，本质上是经济问题和制度问题。本研究，有助于深入评价制度因素、经济环境在中小企业投融资决定机制方面的重要作用。

本书的研究也具有重要的现实意义。投融资问题是公司经营与发展的核心问题，受到学者、监管当局、投资者乃至普通公众的广泛关注。本书的研究，一方面有助于更好地理解中国中小企业投融资过程存在的主要问题，从而针对性地采取相应的改革举措，推动中小企业健康有序的发展；另一方面，本书的研究结论也可以作为监管当局针对新三板市场改革时可资参考的实证证据。

### 第4节 研究思路与基本框架

本书的研究以新三板挂牌企业作为研究对象，研究中国非上市公众公司的投融资问题。内容结构分为三大部分：第一部分绪论篇，首先对国内外相关研究进行文献综述，然后分析非上市公众公司投融资效率研究的理论基础，最后对中国非上市公众公司的定义、构成与分类进行讨论，并介绍了新三板与新三板挂牌企业情况；第二部分基础研究篇，我们侧重从四个维度分别研究非上市公众公司的投融资问题：负债融资角度、股权融资角度、融资约束角度及投资效率角度；第三部分专题研究篇，我们把投资与融资两个方面结合起来，分别考察了融资约束对于非上市公众公司投资效率、创新行为和企业生产率的影响。

最后，本书基于研究发现，总结主要研究结论，并结合中国非上市公众公司的投融资现状，给出针对性的政策建议。

本书研究的研究框架如图 1-1 所示。

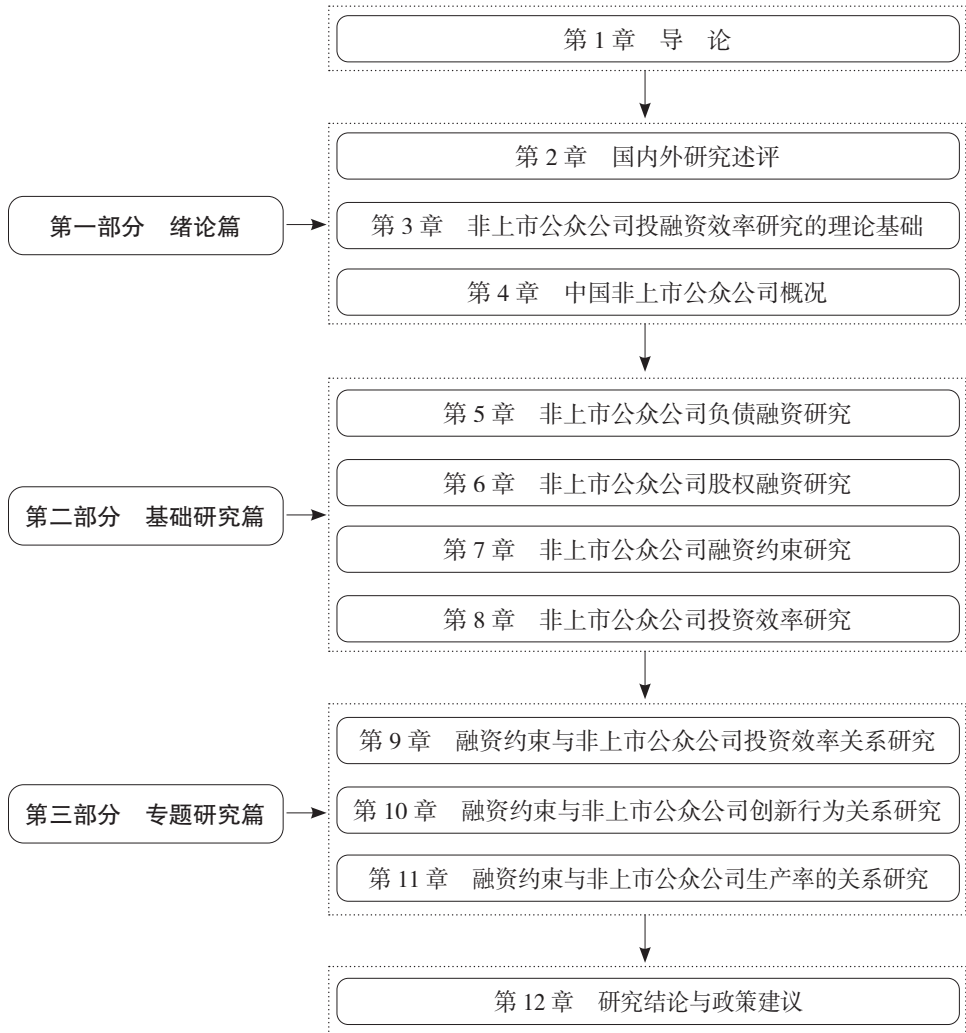


图 1-1 本研究的研究框架图

## 第5节 研究方法

本书的研究主要采用规范研究与实证研究相结合的研究方法。在规范研究中，基于投融资理论，梳理投融资决策的影响机制与影响效应，并分析影响机制的具体机理；在实证研究中，采用规范的实证研究方法，为相关理论分析提供实证证据支持，并关注实证研究中的内生性问题，同时针对实证研究结论进行政策含义分析与阐述。

## 第2章 国内外研究述评

### 第1节 非上市公司总体特征

#### 一、资本结构脆弱

目前专门针对非上市公司的相关研究不多，而对于比非上市公司范畴更大的中小企业的研究较多，学者对中小企业的资本结构进行研究，普遍发现中小企业的资本结构具有短期资金依赖度高、资本结构不稳定的特点。王正位等（2007）认为，中小企业有目标资本结构，但动态调整的速度相对较慢<sup>①</sup>。李洁（2011）认为中小企业资本结构的特点是长期负债率低、流动负债的比重高，且调整的弹性较小<sup>②</sup>。郭丽虹（2011）提出，中小企业面临的风险更大，因此会更依赖于内部资金和短期债务融资<sup>③</sup>。

#### 二、投融资效率低、约束大

囿于数据，中小企业投资行为的研究大多采用上市企业的研究数据。吴继明和张炳才（2010）对我国深交所中小板2005—2008年上市的公司进行实证

---

① 王正位，赵冬青，朱武祥. 资本市场摩擦与资本结构调整——来自中国上市公司的证据 [J]. 金融研究, 2007 (6): 109-119.

② 李洁. 我国中小企业资本结构特征与优化探析 [J]. 企业经济, 2011 (2): 16-20.

③ 郭丽虹. 非上市中小企业资本结构的决定因素分析 [J]. 财经论丛, 2011 (2): 98-104.

## ● 中国非上市公众公司投融资研究

研究,结果显示中国中小企业的投资效率偏低,其原因在于中小企业的管理者偏好于低投入且能快速获得收益的项目<sup>①</sup>。范琳琳(2014)选取了深交所中小板2009—2012年上市的中小企业作为样本,研究发现中小企业普遍存在投资不足的特征<sup>②</sup>。

由于非上市企业相对于上市的中小企业更具有信息不对称和规模小的特点,非上市企业的融资难问题受到学者更多的关注。何宇(2014)认为非上市企业对资金的需求具有少、急、频等特点,融资需求难以被满足,且融资成本相对较高<sup>③</sup>。李建勤(2010)对于新三板挂牌企业的特征进行评估,认为新三板企业无论挂牌前后,融资渠道都较为单一,主要是自有资金和短期借款<sup>④</sup>。总体上,目前的研究结果均表明非上市企业比上市公司面临更严重的融资约束问题。

### 三、其他特征

李建勤(2010)认为,新三板企业既具有与高新技术企业相似的特征,又具有中小企业的特点,包括投入大、技术高、高收益高风险以及规模小、股票交易不活跃等。陈烨(1989)对我国私人企业的特征进行分析,认为我国的私人企业存在经营机制灵敏但不稳定、追求资本增值但又追逐个人利益最大化、不断积累发展但经营期较短等二重性的特征,总的来看,私人企业内部存在较大的不稳定性<sup>⑤</sup>。

---

① 吴继明,张炳才.我国中小企业投资效率实证研究[J].会计之友,2010(1):31-33.

② 范琳琳.负债融资对中小企业非效率投资行为影响研究[D].天津:天津财经大学,2014.

③ 何宇.非上市中小企业融资影响因素研究——以湖南省为例[D].长沙:中南大学,2014.

④ 李建勤.新三板企业的特征分析及其股权价值评估[D].南京:南京财经大学,2010.

⑤ 陈烨.论目前我国私人企业的二重性特征[J].经济问题,1989(2):25-26.