

# 中小企业不同成长阶段的 融资意愿背离问题及其缓解路径

庄晋财(教授) 程李梅

(江苏大学工商管理学院 江苏镇江 212013 江苏大学财经学院 江苏镇江 212013)

**【摘要】**中小企业的发展离不开资金的支持,中小企业的发展与其融资意愿息息相关。本文以中小企业成长阶段为基础,分析不同成长阶段中小企业融资意愿的特征,通过对当前中小企业成长与其融资意愿背离的表现、背离的原因进行分析,有针对性地提出了缓解中小企业成长与其融资意愿背离的方法,以期找出促进中小企业良性发展的有效途径。

**【关键词】**中小企业 融资意愿 背离

我国的中小企业在当今经济体制中的地位越来越重要。据国家工商行政管理总局数据显示,截至2008年底,我国实有企业971.46万户,其中99%以上为中小企业。我国中小企业对GDP的贡献超过了60%,对税收的贡献超过了50%,提供了近70%的进出口贸易额。因此,中小企业的发展对我国经济的发展和城镇居民的就业起着重要作用。尽管理论界与实务界一直在研究中小企业融资难的问题,但有调查表明,其实有相当部分的中小企业融资意愿不强。究竟是何种原因抑制了中小企业的融资意愿?阻碍中小企业发展的深层次原因是什么?这些问题都有待我们进一步研究。

## 一、中小企业不同成长阶段下的融资意愿

从企业资金的使用情况上看,企业资金使用活动可概括为发展导向和调整资本结构导向两大类。据此,中小企业融资意愿可分为发展导向的融资意愿和调整资本结构导向的融资意愿两方面。

**发展导向的融资意愿:**在发展为导向的融资意愿下企业融通的资金主要用于日常经营活动和企业的固定资产投资等扩大再生产活动,这些资金使用活动能带来中小企业投资的增加、促进中小企业技术的更新和产业结构升级,能在一定程度上提升企业专业化程度,并培育企业的核心竞争能力,促进企业快速发展以及盈利能力的提升。

**调整资本结构导向的融资意愿:**企业在调整资本结构导向的融资意愿下融通的资金主要用于调整企业财务杠杆、归还银行贷款、支付利息、偿还企业商业信用等活动,这些资金使用的主要目的在于优化资本结构、降低企业的资金成本及企业财务风险等方面。

按企业生命周期理论,企业的成长阶段可分为初创期、成长期、成熟期和衰退期四类,不同成长阶段的中小企业由于经营风险、财务风险、信息约束条件均不同,其融资意愿也呈现不同的特征。

**1. 初创期中小企业融资意愿。**初创期的中小企业由于成立时间较短,财务弹性较弱,生产经营存在较大的不确定性,

经营风险较高,而其创新能力和成长性等隐性信息尚未有效形成。为控制风险,这类企业的融资渠道大多以自有资金为主,银行贷款以及企业商业信用融资较少。在企业发展前景不明确的情况下,其以发展为导向的融资意愿不强。与此同时,由于银行贷款、商业信用比重较小,因此该阶段的中小企业调整资本结构导向的融资意愿也不强。

**2. 成长期中小企业融资意愿。**成长期的中小企业形成了一定的生产能力,产能逐步上升,财务弹性及市场适应能力有了一定的提升,经营风险有所下降,企业信誉、创新能力及其成长性等隐性信息初步形成,企业开始追求规模经济效应和企业规模的扩张。

在成长期,企业对资金的需求逐渐增加,原有的自有资金已无法满足企业发展的需要,其融资渠道会逐渐拓展到银行信贷等外部融资。该阶段的中小企业融资意愿以发展导向的融资意愿为主。

**3. 成熟期中小企业融资意愿。**成熟期的中小企业市场份额逐步增加,企业核心竞争能力逐渐形成,企业的经营管理水平有了一定的提升,已形成一定的社会网络关系,除了企业盈利、偿债、营运能力等方面的显性信息,企业创新能力、成长性等隐性信息已能有效形成并传递到企业外部。

在成熟期,企业的融资渠道由内部逐渐转向外部,除向银行、供应商等融资以外,能充分利用资本市场融通资金。企业此时经营风险进一步下降,财务风险随着企业负债水平的上升逐步上升。为控制企业整体风险,企业此时的融资意愿既有发展导向又有调整资本结构导向的成分,呈现出一种综合的融资意愿。

**4. 衰退期中小企业融资意愿。**衰退期的中小企业市场份额已趋于饱和,企业此时再扩大投资规模已无法产生规模经济效应,其边际效用开始递减。同时,企业由于负债比重的逐步上升,已趋于临界值,财务风险较大。该类企业融资渠道由外部逐渐转向内部,以防止财务风险的进一步上升,其融资意愿体现为调整资本结构导向的融资意愿。

根据前面的分析将中小企业各成长阶段的融资渠道与融资意愿总结如下:

成长阶段	融资渠道	融资意愿
初创期	自有资金为主	较低
成长期	自有资金、银行贷款、商业信用为主	逐步增加并以发展导向为主
成熟期	银行贷款、资本市场融资	大幅增加,以发展导向与调整资本结构导向为综合
衰退期	自有资金、吸收直接投资为主	有所降低并以调整资本结构导向为主

## 二、我国中小企业成长过程中的融资意愿背离问题分析

1. 中小企业成长与融资意愿的背离。我国中小企业在其发展过程中出现了成长阶段与融资意愿背离的情况,主要表现为:

(1)企业发展与融资需求的背离。随着企业发展进程的加快,企业自身资金积累已远远不能满足发展的需要,必然会伴生企业融资的需求。企业发展机会越多,其以发展为导向的融资意愿越强。但在我国中小企业的发展过程中,出现了相当部分中小企业发展与融资意愿背离的情况。私营中小企业资金需求意愿调查显示,不需要发展资金的私营中小企业有1 204家,占被调查对象的37.36%,其中既不需要流动资金也不需要发展资金的有763家,占比23.67%。而据贾玉宝等2007年对中国内地544家与金融机构有过信贷往来中小企业的调查表明,有35.9%的企业在被问及公司没有银行贷款的原因时的回答为“不需要贷款”。他们在调查企业过去两年大型投资项目的资金来源后发现,企业的留存收益占比高达78.3%。

(2)企业成长阶段与融资意愿的背离。不同生命周期的企业其融资结构不仅有所不同,其融资意愿也有所区别。初创期的中小企业融资意愿不强,进入成长期之后其融资意愿逐渐增强。但我国有相当部分的中小企业出现了成长阶段与其融资意愿相背离的情况。陈晓红、刘剑在2003年对我国12个省、市、自治区中小企业进行调查发现,企业成立之初(0~1年)“业主出资”、“政府投资”、“亲友借款”是其主要融资方式;企业成长期(2~4年)“企业留存收益”、“业主追加投资”是其主要资金来源;企业成熟期(5年以上)“留存收益再投资”仍然是其融资首选,其次才是“业主出资”和“信用担保贷款”。此次调查发现,没有一家中小企业通过发行企业债券和商业票据融资。阎竣以第七次全国私营企业抽样调查数据进行的实证分析结果也表明,企业组织类型和存续年限与企业的资金需求不具有显著的相关性。

### 2. 中小企业成长与融资意愿背离的原因。

(1)资金需求方与资金供给方的信息不对称。反映一个企业的资信水平和信誉的信息,既包括财务数据等显性信息也包括企业成长性、创新能力等隐性信息。但在数字信息模式较为单一的金融市场,银行、风险投资等资金供给方收集的大多是企业的财务数据,即传统的显性信息。部分中小企业因其规模小、盈利水平较低,这些显性信息显然无法通过银行和风险投资家进行资信评估,这在一定程度上抑制了中小企业的融

资意愿。部分中小企业进入成长期之后,即使有发展的意愿但因苦于无法将企业成长性、创新能力等隐性信息有效地转换为显性信息而放弃了融资。

(2)企业预期融资成本与预期融资收益不对称。对于大部分中小企业来说,股票市场和债券市场融资的门槛较高。截至2009年底,中小企业上市公司数量仅为367家。即使创业板的条件略有放松,但其发行对象主要为自主创新及成长型的企业。而中小企业集合债券还处在探索试点阶段,大多数中小企业融资渠道仍为传统的银行贷款和商业信用。与此同时,中小企业大多处于产业链的末端,主要分布在批发零售业、服务业、运输物流、劳动密集型工业和高科技信息产业等领域,其融资存在着规模小、弹性大、偶发性和间断性等特征。这种融资渠道利息本身就不低,在债务契约方面还会被附上抵押物等更多约束性条件。财务利息加上较高的代理成本使中小企业最终预期融资成本较大。而在融资预期收益方面,中小企业投资及融资规模有限,规模经济效应不明显,无法产生明显的预期融资收益。

(3)企业预期融资风险与预期融资收益不对称。企业使用负债时一般要以企业抗风险能力为前提,而企业退出负债,必须以一定的偿债能力和资本结构调整能力为基础。我国中小企业资金有限、产业层次较低,大多为市场的接受者而非引导者。市场的任何细小变化,如原材料成本上升、信贷成本上升、市场需求下降等都会给中小企业造成巨大的压力。因此,中小企业预期融资风险较大。但中小企业大多处于产业链末端,如果没有政府的大力扶持、帮助,其所筹资金仍投资于原有产业,而产业层次较低的领域极易出现产能过剩的情况,这就造成了中小企业未来预计收益的巨大不确定性。中小企业财务风险与预期融资收益的不对称,使进入成长期后的中小企业对企业的扩张和调整资本结构较为谨慎,企业不愿冒如此大的风险融资,无论是发展导向还是调整资本结构导向的融资意愿都不强。

## 三、中小企业融资意愿背离问题的缓解路径

在中小企业成长不同阶段,企业面临的生产环境、市场需求、成本等条件均有不同,企业所在空间的区位价值和资源价值也不同。不同成长阶段的中小企业融资意愿是有差异的,以发展为导向的融资意愿可带来企业的扩大与发展,与调整资本结构导向融资意愿相对应的则是企业资本结构优化和综合资本成本的降低。因此,中小企业成长阶段与其融资意愿的背离会阻碍企业成长与竞争力的提升,应采取措施加以缓解。

1. 完善中小企业融资信息平台。我国传统的企业资质评估体系以企业的财务报表、贷款项目技术资料为主要信息来源,这种评估方法一般适用于有着较完备的信用记录、可向资金供给者提供完整且易于定量分析数据的大中型企业。对中小企业的风险评价除了运用可量化的显性信息,还应该利用一些不易标准化和量化的信息,如企业家和经理人的素质、品格和可靠程度以及技能的积累水平等。因此,要解决中小企业和资金提供者之间的信息不对称问题,首要的任务是搭建适合中小企业融资的信息平台,建立符合中小企业特色的能

# 基于动态面板数据的上市公司股利政策分析

石丹 王涛

(海南大学三亚学院财经分院 海南三亚 572022)

**【摘要】**股利政策研究一直是学者和上市公司管理层关注的焦点。本文拓展Lintner(1956)的研究框架,运用动态面板数据一阶差分GMM估计方法对2000~2009年我国200多家上市公司的股利政策进行实证检验。最终结果表明,我国上市公司未对股利政策进行平滑。同时本文对上市公司股利政策的选择动因进行了比较分析。

**【关键词】**股利政策 选择动因 非稳定性 调整速度

## 一、研究框架与假设

西方传统观点认为,公司管理者通过股利政策的变化向外部投资者传递关于公司未来前景的信息,公司管理者在制定股利政策的时候尤其关心公司未来的盈利性风险。1956年,Lintner在关于股利的开创性研究中发现,只有当公司经理人员认为公司的盈利永久性增加时,他们才会增加股利。该研究认为,非预期的和非短暂的盈利变化是股利变化的一个重要原因,股利决策受长期的或永久的盈利变化所驱动,股利的增加意味着盈利的增加,上市公司应该注意保证股利的持续稳定支付。该观点得到Fama(1969)、DeAngelo(1992)、Garrett和

Priestley(2000)不同实证方法分析的支持。他们对股利的认识与Lintner类似,其实证结果表明公司的股利政策与其利润有关。Lintner的模型如下:

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = a_i + c_i(D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) + u_{i,t} \quad (1)$$

$$D_{i,t}^* = r^* \cdot E_{i,t} \quad (2)$$

其中, $E_{i,t}$ 为税后利润(扣除非经常损益后的净利润/报告期末总股本), $D_{i,t}$ 和 $D_{i,t-1}$ 为t期和t-1期支付的股利, $r^*$ 为预期股利支付率。

该等式认为上市公司预测按新的股利支付率支付股利,但是管理层希望股利支付保持稳定,因此按照一定的速度来

全面评估其显性信息和隐性信息的评估体系,进一步丰富和完善中小企业信用数据库。

2. 以供应链为依托,促进中小企业融资创新。对于财务管理薄弱、对新型融资方式缺乏了解并存在“知识缺口”、对风险较为敏感的中小企业来说,它们与银行、风险投资者的联系是短期的、间断的和不太稳定的,该类融资渠道下的代理成本很高。而供应链中各企业之间已形成了网络关系,网络中各节点企业间的信息传递是快捷顺畅的。如果以供应链为依托,充分利用供应链上下游的网络资源,形成以供应链核心企业为中心,企业、银行、第三方物流公司、保险公司共同参与的融资网络平台,挖掘供应链融资的创新模式,则能有效地降低中小企业信息传递成本,减少因信息不对称产生的代理成本,进而降低其融资成本。

3. 以产业结构升级为依托,培育中小企业融资意愿。目前,多数中小企业产业层次低,产品竞争力不强,如果能以产业结构升级为依托,促进中小企业由低层次的产业向高层次的产业转型、由低附加值的行业向高附加值的行业转型,提升中小企业的核心竞争力,势必激发中小企业的融资意愿。而中小企业融资意愿的增强又可以带动企业产业结构的升级,以实现中小企业螺旋式的良性成长。

综上所述,在解决中小企业融资难的问题时不应一概而论,应针对企业的不同成长阶段,分析其成长阶段与融资意愿

的背离程度。只有从小微企业融资信息平台、融资创新和产业结构升级方面加以考虑,缓解中小企业成长与融资意愿的背离现状,中小企业才可以真正实现良性成长。

**【注】**本文得到国家自然科学基金课题(批准号:71173093)“基于双重网络嵌入的中国农民工创业成长机制及路径研究”、国家社会科学基金项目(编号:07XJY018)“西部地区承接东部产业转移中产业链整合政策转型研究”、教育部项目(编号:10YJA790276)“中国转型时期农民工‘以创业带动就业’的实现机制研究”、江苏大学高层次人才引进项目(编号:10JDG013)“基于就业创造的农民工返乡创业环境优化问题研究”的资助。

## 主要参考文献

1. Berger, A.N., Udell, G.F.. The economics of small business finance; the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. Journal of Banking and Finance, 1998; 22
2. 阎竣. 私营中小企业融资行为、资金需求及其政策建议. 经济理论与经济管理, 2010; 4
3. 贾玉宝等. 中国中小企业投融资报告. 21世纪经济报道, 2007; 12
4. 陈晓红, 刘剑. 不同成长阶段下中小企业融资方式选择研究. 管理工程学报, 2006; 1