

高科技中小企业融资需求特征与融资约束

姜鹏 李琳

(北京工商大学商学院 北京 100048)

【摘要】 本文通过对高科技中小企业自身融资现状以及宏观市场条件的探究,结合传统的财务理论,对其融资需求特征和融资约束因素进行分析。研究表明,严重的信息不对称以及行业本身的高风险性,给高科技中小企业的融资活动造成了很大的障碍;同时,企业管理层的融资决策与价值取向,对企业的成长性和企业资本结构构成也至关重要。

【关键词】 高科技 中小企业 融资需求特征 融资约束

一、引言

高科技中小企业在市场经济中的地位越来越显著,但是因为企业自身特征以及我国资本市场不健全、可用的金融工具较少,导致了该种类型的企业在融资活动中受到很大的限制。通过对中小企板、创业板以及沪深两市A股符合标准的高科技中小企业进行筛选,得出研究样本,重点研究样本企业融资活动、资本结构的构成,并在传统财务理论的框架内,结合高科技中小企业的特殊性,对企业融资需求特征以及融资约束因素给出合理的解释。

二、高科技中小上市公司的界定

高科技中小企业既属于高科技行业,又在中小企业的范畴。我国的企业分类中,虽然没有对高科技中小企业做过一般性的界定,但是科技部、财政部及国家税务总局联合颁布的《高新技术企业认定管理办法》和《国家重点支持的高新技术领域》,从核心技术、产品(服务)、科研人员数量、研发活动等多个方面给出了详细的阐述;工信部、统计局、发展改革委及财政部共同制定的《中小企业划型标准规定》,则根据企业从业人员、营业收入、资产总额等指标,结合行业特点指定了划分标准。

对于高科技行业,具体的认证条件如下:①在中国境内(不含港、澳、台地区)注册的企业,近三年内通过自主研发、受让、受赠、并购等方式,或通过5年以上的独占许可方式,对其主要产品(服务)的核心技术拥有自主知识产权。②产品(服务)属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围;③具有大学专科以上学历的科技人员占企业当年职工总数的30%以上,其中研发人员占企业当年职工总数的10%以上。④企业为获得科学技术(不包括人文、社会科学)新知识,创造性运用科学技术新知识,或实

质性改进技术、产品(服务)而持续进行了研究开发活动,且近三个会计年度的研究开发费用总额占销售收入总额的比例符合相应要求。⑤高新技术产品(服务)收入占企业当年总收入的60%以上。⑥企业研究开发组织管理水平、科技成果转化能力、自主知识产权数量、销售与总资产成长性等指标符合《高新技术企业认定管理工作指引》(另行制定)的要求。

同时,我国现行的《中小企业划型标准规定》是工业和信息化部、国家统计局、发展改革委、财政部根据《中华人民共和国中小企业促进法》和《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》(国发[2009]36号)研究制定的。该划分标准使用“从业人员数”、“营业收入”、“资产总额”三个数量性标准来界定根据上述两个范畴,通过将符合标准的高科技中小企业,与非高科技企业、大型国有企业、国外的高科技中小企业进行横向对比,以及自身各年度财务指标的纵向比较,可以发现我国高科技中小企业在融资需求与融资约束方面存在其自身特殊性,这既取决于我国特有的政治和经济体制,又与企业自身的特点、融资决策、管理水平和价值取向等密切相关。

三、高科技中小企业融资需求特征

融资需求一直是企业财务问题的核心,而由于高科技中小企业的多样性和复杂性,以及我国高科技中小企业发展所具有的特殊历史背景,导致我国高科技中小企业的融资需求表现出独有的特征。基于高科技中小企业在不同阶段的成长性特征,其会伴随着业务规模的变化,产生相应的资金需求量、经营风险和投资回报率等指标的改变。

1. 资金需求波动性较大。对于高科技中小企业来说,融资活动具有高风险、高投入、高回报的特点,这就使得

该种类型的企业对资金产生较大的依赖,因此其在不同时段对资金的需求量具有很大的波动性。同时,这种特征的出现既与高科技中小企业的行业特殊性有关,也与企业的发展阶段相匹配。

目前,高科技中小企业兼具“高科技”和“中小企业”的双重特性。高科技行业不同于传统的行业,传统行业一般对自然资源、劳动力依赖性高,而高科技行业对资金和技术的依赖程度高,在发展的过程中面临着巨大的行业风险,因此,需要大量的资金作为后盾。同时,由于中小企业受自身规模、自然资源、地域和我国现阶段金融体制等方面的限制,使得其间接性外源融资方面也受到了很大的约束。

2. 融资渠道狭窄。从企业资本来源的角度来看,企业融资渠道分为内源性融资和外源性融资。但是由于我国的资本市场发展滞后,金融体系不够健全,可用的金融工具较少,因此我国的高科技中小企业在发展初期多选择内源性融资渠道,包括折旧和留存收益融资等,其融资渠道单一,融资额度有限,远远不能满足企业成长过程中的资金需要。即使对于符合政策规定,达到上市要求的高科技中小企业,由于受自身再融资的约束,依然不能满足资金需求。

从资本结构的角度来看,企业可以通过债权融资和股权融资两种渠道来获得资金。对于很多高科技中小上市公司来说,由于再融资受到自身条件的限制,往往只能选择债权性融资,这样极大地增加了公司的财务风险。而对于高科技领域而言,又普遍缺乏可以达成共识并能准确计量价值的抵押物,信用担保流于形式,限制了公司的融资渠道。

3. 高度关注企业控制权。从公司治理的角度来看,中小企业因为其规模的约束,企业的所有者与管理层往往是同一人或者同一利益集团。因此,其在融资的过程中,不仅需要关注企业的成长性,更要关注企业的实际控制权。

首先,高科技中小企业的创业者或者所有者,在企业的初创时期经历了高风险的代价,伴随着企业的成长,其利润率、投资回报率也不断提高,面临着良好的企业前景,创业者一般不会轻易将巨大的“利益蛋糕”拱手让给他人。于是,企业在进行融资活动时,往往不是以最优的资本结构为导向,而是选择那些对企业控制权稀释程度最小的融资方式。

其次,对于企业控制权高度关注也是高科技行业内在的需求。高科技行业对技术的依赖程度较高,而高新技术成果转化周期要比传统行业长,这就需要强有力的内部管理机制作为后盾,为产品的研发工作提供可持续的资金、政策以及内部环境。

四、高科技中小企业融资约束

融资约束,实质就是企业资金需求与资金供给之间供求矛盾的外在表现。由于高科技中小企业在融资需求方面具有上述典型特征,使得投资者在对其进行投资时需要综合考虑投资环境。宏观上的国家政策、法律法规,行业内的市场前景、行业背景,微观上的企业规模、产品竞争力、发展潜质、资本结构、抗风险能力等,都会对投资行为造成影响。针对我国高科技中小企业存在的融资困难现状,我们可以立足于传统的财务理论基本框架并对其做出修正,同时兼顾高科技中小企业融资需求的特殊性,分析出其融资约束。

1. 信息不对称。信息不对称指的是商业交易中,一些人可能比其他具有信息优势,它被认为是影响中小企业融资最重要的因素之一。企业的融资约束程度受企业与投资者之间的信息不对称程度的制约。这是因为,创业者或者公司的经营管理层拥有更多的信息,对自身企业当前发展状况以及未来的前景更为了解,从而造成了投资者与管理者的委托代理问题,抑制了投资者的投资行为。外部投资人对企业产品和劳务的开发、市场潜力、行业前景及其资产的真实价值,尤其是技术、无形资产的评估及其预期收益等情况知之甚少,往往导致其面临极高的投资风险。伴随着企业信息不对称程度的降低,投资者的投资成本得以降低,投资状况获得改善,企业投资受到的外源性融资约束程度有所下降,同时也减弱了企业对内源性融资的依赖。

信息不对称的一种表现形式是逆向选择,管理者和其他内部人员可以通过各种途径,以牺牲外部投资者的利益来谋取他们的信息优势利益。然而,这会影响到投资者的决策,投资者会担心企业对外提供信息的真实性和可靠性,从而降低了投资者投资的欲望。尤其对于高科技中小企业而言,企业本身经营风险很高,且内部不能对财务信息充分披露,外界对其业绩、管理水平和成长性等不能够进行定量的判断。高科技中小企业在存在巨大的资金缺口同时,拥有大量闲置资金的投资者却不敢轻易进行投资,从而形成了企业资金短缺与投资者资金利用率低之间的矛盾。

信息不对称的另一个方面是道德风险,道德风险的产生源于现代企业制度中所有权与经营权的分离。在实务中,债权人和股东不可能完全监察管理层的工作效率和业绩,这就导致了企业的实际经营者不会百分之百的付出努力来实现企业价值。对于投资者而言,注入资本的预期收益很有可能因为道德风险的问题而降低,从而不能达到资本受益最大化。

2. 资本结构构成。资本结构的实质是债权融资与股权融资之间的比例问题,它是企业在融资活动中决定融

资成本的一个重要因素。企业在日常的财务管理活动过程中,应该合理运用资本结构理论,选择适宜自身的资本结构,为实现其价值最大化服务。

现代企业资本结构理论是以MM理论以及修正后的MM定理为基础,修正后的MM定理提出了税盾效应。在完美的资本市场中,资本结构与公司价值无关,内源性融资和外源性融资可以完全替代,因此公司的投资行为与融资行为相分离,仅与公司的投资需求有关。但考虑到企业所得税这一因素,由债券融资所产生的利息能够在税前抵扣,从而减少了企业的纳税额,增加股东的税后收益。因此,企业在倾向于使用债权融资时,能够实现股东利益最大化。但是,伴随着企业负债率的提高,企业的破产风险也会不断提高。所以,企业要在负债的收益和成本之间进行取舍,选择融资成本最小的资本结构。

对于我国高科技中小企业而言,即使能够从财务上判断出何种资本结构最为合理,但是由于受现实因素的影响,依然不能高效的从资本市场中获取足量的资金。国内外资本结构理论及其实证研究成果提供了中小企业具有强烈股权融资倾向的解释与证据,但是在股权融资需求受到约束的情况下,国内股票市场远远不能满足高科技中小企业融资与再融资需求。

如上述所言,高科技中小企业因其自身的特殊性,加之受现实融资环境的制约,因而不能应用合理的融资渠道,给本身行业风险就很高的科技类企业带来了极大的财务风险。而受限于狭窄的融资渠道,造成了高科技中小企业自身资本结构的不合理,使其远远不能实现企业自身价值的最大化。

3. 融资成本。融资成本是企业进行融资活动时需要考虑的因素。高科技中小企业由于受到规模限制、行业风险以及上述所言的资本结构问题,进行融资时要比大型国有企业、传统行业企业面对更多的壁垒,融资成本也相对较高。

另外,从信息不对称的角度来看,高科技中小企业之所以出现融资成本过高,其原因是企业对外提供的融资信息呈现出显著的非对称性特征,主要表现为外部投资者与企业管理层之间严重的信息不对称,这也刚好符合融资优序理论的前提条件。在融资优序理论框架下,中小型企业首先应当选择无交易成本的内源性融资,即折旧和留存收益融资,其次选择交易成本较低的债务融资,最后考虑对于信息公开程度要求较高的股权融资。融资优序理论反映了在信息不对称情况下企业融资方式的偏好。但是在实践中,高科技中小企业不仅要考虑融资优序问题,更要权衡融资成本和融资的可获得性。也就是说,

高科技中小企业在面临融资受限的情况下,可能放弃融资成本的考量,而优先考虑融资的可获取性,企业各种融资方式的组合不可能按预期进行,资本结构不合理,导致融资成本的提高。

五、结论与建议

综上所述,高科技中小企业的特殊性和外界融资环境决定了融资需求的特殊性以及融资约束,从而不能满足自身的高速成长性和行业竞争所带来的资金压力。传统的财务理论虽然是针对一般性企业做出的结论,但是把高科技中小企业的特殊性考虑在内之后,对传统的财务理论进行修正,依然能够对企业的融资状况进行科学的阐述。

资本市场为高科技中小企业提供了多种融资渠道,但是现有的融资渠道依然不能满足中小企业成长性融资的内在需求。已经上市的高科技中小企业,可能由于自身再融资条件的约束而无法获得足量的资金以支持成长性投资,继而被迫选择以银行信贷为主的债权性融资,这极大地增加了企业的财务风险,抬高了财务杠杆。

鉴于高科技中小企业在市场经济中发挥的作用越来越大,为保障其健康、持续的发展,企业自身需要制定科学合理的融资战略,加强企业在融资风险方面的管控,提高自身资金的利用水平。同时,政府应该进一步完善资本市场,加强对高科技中小企业的扶持力度,建立多元化、立体化的金融体系,满足企业的融资需求。

【注】 本文受北京工商大学研究生科研学术创新基金项目的资助。

主要参考文献

1. 田晓霞. 小企业融资理论及实证研究综述. 经济研究, 2004; 5
2. 崔学刚, 杨艳艳. 我国中小企业融资需求与资本结构选择研究——基于中小上市公司的实证检验. 北京工商大学学报(社会科学版), 2008; 6
3. 张纯, 吕伟. 信息环境、融资约束与现金股利. 金融研究, 2009; 7
4. 解维敏, 方红星. 金融发展、融资约束与企业研发投入. 金融研究, 2011; 5
5. 吴宗法, 张英丽. 所有权性质、融资约束与企业投资——基于投资现金流敏感性的经验证据. 经济与管理研究, 2011; 5
6. 潘煜双, 祝倩倩. 中小企业集群融资与民间资本对接模式的适用性. 财会月刊, 2013; 8
7. 高山, 高明玉. 科技型中小企业融资问题调研——以深圳地区为例. 财会月刊, 2013; 6