



您的位置：首页 - 文章选登

中小企业外部股权融资的需求与效果(陈斌；2004年5月20日)

文章作者：陈斌

中小企业是市场经济体系中活跃的、发展前景良好的企业类型，其发展与企业融资需求的满足紧密相关。随着我国创新型经济和民营经济的发展，一批具有相当规模，对国民经济产生较大影响力的中小企业应运而生。除了普遍的融资难外，这批企业更面临着融资渠道的选择和融资制度的约束等问题。比如，什么是适合此类中小企业的最优融资方式？股票市场在解决这些企业的融资问题时起到怎样的作用？股票市场需要在哪些层面上做必要的改进，或者进行相应的制度安排等？本文的目的即通过金融经济学的相关理论，应用实证性研究的方法来对此做初步分析。

研究思路

企业的融资结构即企业的资本结构(Capital Structure)，指的是企业融通资金不同方式的构成及其融资数量之间的比例关系，反映了企业各项资金来源的组合情况。企业的资金来源，主要分为股权融资(包括外部股权融资和内部股权融资，前者主要是发行股票，后者主要是企业的留存收益转股本)和债务融资两种。

本文的研究思路是，首先，通过对金融经济学中企业资本结构理论的有关企业融资结构与成长性、竞争性、规模等因素变量的主要研究结论的回顾和总结，从理论上探讨为什么外部股权融资是中小企业融资方式的优先选择。其次，以理论与研究回顾为基础，报告将建立一个中小企业资本结构决定因素的解释模型，通过一组中小企业在股票市场的上市前后的企业融资结构影响因素的状况及其变化，探讨其融资结构状况变动的原因，特别是外部股权性融资所带来的效果。

实证分析设计

1、实证分析模型

参照已有的比较成熟的企业资本结构影响因素的实证研究方法，报告建立中小企业资本结构的解释模型

各个变量的理论含义、指标确定，以及解释模型中变量与因变量的期望关系如下：

(1) 规模(SIZE)直观上看，大公司的经营更为多元化，抗风险能力强，破产的可能性小，具有更高的负债能力，因而常常能在较高的财务杠杆水平上运行。对中小企业来说，受规模小的影响，企业的经营不确定性大，获取债务融资的成本较高，企业倾向于股权性融资，因此企业的资本结构与规模将呈现正相关关系。

(2) 成长性(GROWTH)成长性的代表变量用总资产的三年平均增长率表示。高成长性企业比低成长性企业对未来发展有更多的选择，Myers等从理论上，Bradley等人(1984)，Smith和Watts(1992)，Barclay和Smith(1995)，Goyal等人(2001)从实证研究的角度上都证实了增长机会与企业财务杠杆具有显著的负相关关系。因此，企业的成长性与企业的财务杠杆具有显著的负相关关系，即企业增长机会越多，财务杠杆越低，而且在负债构成中，短期债务越多，而长期债务越少。

(3) 市场竞争(MC)市场竞争状况的代表变量用主营业务利润率表示。主营业务利润率反映了企业的经营效率，当企业所处的市场竞争激烈时，企业的经营效率将偏低，企业的经营效率降低也就将相应带来企业的主营业务利润率偏低。中小企业面临激烈的市场竞争，企业的当前资本结构将影响企业的后续市场产品竞争能力，高财务杠杆将对企业的后续投资和财务出售能力产生负面影响，因此，可以预期高竞争的企业将倾向于采用低负债的财务保守策略(财务杠杆比率低)。市场竞争激烈的企业，它的主营业务利润率将相对降低，因此，财务杠杆比率与企业的主营业务利润率将成正相关关系，特别是其长期负债比率。

(4) 财务困境成本(FC)财务困境的代表变量用主营业务利润率变动率+无形资产占总资产比重表示。负债的最显著特征是要定期还本付息，当不能按期偿还债务时，企业将陷入财务困境。Prowse(1990)、Homairfair(1994)、Bathala(1994)指出，具有较大经营风险的公司倾向于低的债务水平，这些研究都采用经营收入的变动性来表示企业财务困境的可能程度。计量财务困境成本时，除了困境发生的可能程度外，还应该考虑资产的专用性。资产越专用，流动性越小，则出售资产的专用成本就高，企业的财务困境成本就高。如企业的无形资产流动性差，变现成本高，可用来抵押借款的能力差，因此，拥有较多无形资产的企业其预期破产成本也较大。财务困境成本与企业的资本结构应表现为负相关。

(5) 盈利性(ROE)盈利性的代表变量用净资产收益率表示。Myers和Majluf(1984)的优序融资(pecking order)理论指出，盈利性高的企业倾向于低的负债率。同时，盈利性高的上市公司倾向于采用配股的方式来获得外部融资。因此，盈利性与企业资本结构表现为负相关关系。

(6) 资产担保价值(CG)资产担保价值是决定企业负债能力的重要指标。企业中各类资产抵偿负债的能力是各不相同的。风险低，更通用的有形资产对负债能提供更可靠的抵押保证。同时企业举借有形资产担保的债务时还可以降低其筹资成本(Myers和Majluf, 1984)。为确定企业在多大程度上资产抵押价值影响负债水平，我们把固定资产和存货视为可抵押资产。可抵押资产与资本结构将是一种正相关关系，即适用于担保的资产越多，则企业的信用越强，越有可能获得更多的负债。Prowse(1990)、Mackie(1990)、Smith和Watts(1992)、Grier和Zychowicz(1994)的研究都证明了这一点。

(7) 非债务税盾(TAX)由于债务本息不计入应税收入，债务融资具有节税效应。但除债务外，企业还有一些其他的降低税负、增加税后收入的机会，如折旧、税务亏损递延和投资税贷项等。这类“非债务”避税是一种替代形式的杠杆，而且它们不会产生到期不能偿还债务的风险。因此，拥有大量非债务税盾的公司比没有这些税盾的公司更少利用债务。非债务税盾与资本结构应成显著的负相关关系(Barton, 1989; Prowse, 1990)。由于我国未实行投资税收抵减政策，非债务税盾的代表变量用折旧额与总资产比率来表示。

(8) 行业(INDUSTRY)行业因素与企业的资本结构关系密切，比如公共事业由于行业发展比较稳定、垄断性强，一般具有较高的债务水平。在本研究中，我们仅就企业是否属于科技型公司来分析其资本结构的状况。行业哑变量值为1，表明其属于科技型公司，行业哑变量

值为0,表明其不属于科技型公司。直观上判断,科技型公司的产品开发面临较大的不确定性,市场竞争也相对激烈,企业的无形资产比例较高,其需要的股权融资需求更高,因此,科技型公司的债务比率应相对较低,即企业的资本结构应与其行业变量值呈负相关关系。

2、样本与数据

本研究选定的样本对象为2001年在深沪市场上市的中小型企业4,我们把总股本在2亿股以下,流通股本在5000万股以下作为划分中小企业的代替标准(这一标准与国家经贸委、国家计委、财政部、国家统计局联合发布的中小企业划分标准大致相当,同时和讨论中的中小企业板的上市企业标准大致相当)。研究确定的前后时间窗分别是企业上市的前第2年(即1999年)和后第2年(即2003年)。

2001年,深沪市场新上市企业共79家,其中符合本研究设定的中小型企业标准的上市企业共36家。这36家企业中,科技型企业515家,非科技型企业21家。36家企业的1999年横截面数据选自1999年年报,2003年横截面数据选自2003年第三季度季报。

实证分析结果

1、企业规模

(1)分析结果显示,无论是1999年的回归模型(以下简称模型1)还是2003年的回归模型(以下简称模型2),企业规模都与企业的总负债比率呈显著的正相关关系,说明企业的规模越小,企业的股权性融资比重就越大,这也与我们最初的理论假设相一致。

(2)模型2的企业规模与企业总负债率的相关系数大于模型1的相关系数,说明随着企业在股票市场上市后规模的大幅增长,企业规模更加强烈地影响了企业的负债能力。

(3)模型2的企业规模与流动负债率的相关系数远大于模型1的相关系数,说明随着企业在股票市场上市后规模的大幅增长,规模越大的企业越容易获得短期的流动性债务以满足经营活动的需要。

2、企业成长性

(1)分析结果显示,模型1中,企业的成长性与企业的财务杠杆不具有显著的相关关系。这说明,和通常的如果企业成长性越好,则企业更倾向于股权性融资的一般性特点不同,对报告所研究的我国中小企业来说,未上市中小企业的成长性与企业的融资构成没有显著关系。这说明,在我国未上市的中小企业中,由成长性特点所决定对股权性融资的特别需求并没有在实际中得到体现。

(2)对在股票市场上市的企业而言,企业的成长性与企业的财务杠杆具有显著的正相关关系(模型2),这与通常认为的负相关关系大为不同。一个合理的解释是:在我国证券市场中,企业上市的条件是严格的,上市公司属于稀有资源,往往代表着具有良好的信誉和很高的信贷担保能力,企业获得银行信贷等债务的能力较强。同时,由于我国证券市场再融资条件的约束,企业在获取资金以支持成长性投资机会时,选择的融资方式往往只能依靠于以银行信贷为主的债权性融资。因此,以上分析结果在一定程度上表明,对于已上市的中小企业,现有市场的融资渠道并不能满足中小企业成长性融资的内在需求。

3、市场竞争状况

(1)分析结果显示,无论在上市前后,企业的总负债率与流动负债率与企业的主营业务利润率都呈现显著的负相关关系。与理论上的高财务杠杆将对企业的后续投资和财务出售能力产生负面影响,因此高竞争的企业将倾向于采用低负债的财务保守策略的结论(即财务杠杆比率与市场竞争正相关)相反,样本研究的事实表明,在我国的中小企业群体中,企业的融资结构特点与企业发展所面临的市场竞争状况存在着相当程度的背离。为使企业适应激烈的市场竞争需求,受融资渠道的限制,企业在筹集资金时被迫倾向于债权性融资,债权性融资虽然暂时满足了企业应对市场竞争的需要,但同时增大了企业的财务风险和后续发展能力。

(2)与模型1不同,模型2中企业的市场竞争状况与企业的长期负债率表现为显著的正相关关系,与理论的假设一致。这表明,随着中小企业在股票市场上市,企业融资方式的增加,至少在一定程度上使得企业可以通过股权性融资的扩大,来降低企业的长期债务比率,从而应对激烈竞争的要求。

4、财务危机成本

(1)模型1显示,上市前中小企业的财务危机成本与企业的财务杠杆呈负相关关系,这与理论的假设结果相一致,表明财务危机成本确实地约束了中小企业的债务性融资,使其更加倾向于股权性融资。

(2)模型2中,上市后中小企业的财务危机成本与企业的财务杠杆不具有显著的相关关系,表明中小企业在股票市场的上市,可能有效地降低了企业进行债务融资时,财务危机成本对融资行为的限制。

5、盈利状况

(1)模型1显示,上市前中小企业的净资产收益率与企业的总负债率和长期负债率没有显著的相关关系,而与流动负债率正相关。实证结果与理论假设的不一致,表明对于上市前的中小企业来说,企业的盈利能力与企业选择何种的融资方式没有直接的关系⁶;企业的盈利性越好,其流动负债率越高,即企业的短期性、流动性负债越高,表明这些企业可能主要是通过融入短期性的债务资金来保证企业的盈利能力。

(2)对于上市后的中小企业而言,企业的盈利状况与企业的财务杠杆呈显著的负相关关系(与理论假设一致)表明,我国股票市场的存在为中小企业提供了良好的外部融资环境,盈利性越好的优良企业,越容易以配股或增发的方式获得股权性融资,表现为企业财务杠杆比率的降低。

6、资产担保价值

(1)模型1的回归结果显示,上市前中小企业的资产担保价值与企业的总负债率没有显著相关关系,但企业的资产担保价值与流动负债率显著负相关,与长期负债率显著正相关。显然,上市前中小企业的资产担保价值确实有利于企业获得长期性的债务融资,企业的资产担保价值越高,其长期债务比率也越高。而资产担保价值与流动负债率的负相关,则从另一个角度证明了,对上市前中小企业而言,企业流动负债率的高低并不与企业的资产状况相关,而可能是取决于企业的经营性需要。比如,即使企业的资产担保价值很低,但为了企业经营或竞争的需要,企业可能以更高成本从各种渠道获得短期融资,而这在某种程度上将增加企业的风险。

(2)模型2的回归结果显示,上市后中小企业的资产担保价值与企业的总负债率、长期负债率显著正相关(与理论假设一致),而与流动负债率无关。显然,和没有上市时期比,企业在进行外部债务性融资时,能否获得债务性的融资更多的是取决于企业资产的质量。这在某种程度上表明,由于企业在股票市场的上市,使企业在规模、信誉、经营的规范性等方面获得了很大提高,这种提高对企业融资行为的规范性和融资效率等起到很好的促进。

7、非债务税盾

分析结果显示,无论有否上市,中小企业的非债务税盾与企业的财务杠杆比率都没有显著的相关关系。非债务税盾的主要构成是折旧、税务亏损递延和投资税贷项等,理论上,“非债务”税盾是一种替代形式的杠杆,而且不会产生到期不能偿还债务的风险,因此,拥有大量非债务税盾的公司可以比没有这些税盾的公司更少利用债务,非债务税盾应与财务杠杆显著负相关。实证结果与理论假设的背离,一定程度上说明了我国中小企业在进行融资结构的选择时,企业的微观财务结构并不是重要的影响因素,中小企业的融资决策更多由企业的经营活动需

要以及融资的环境条件等决定。

8、行业

分析结果显示：无论有否上市，中小企业的是否为科技型企业与企业的财务杠杆比率都没有显著的相关关系。这表明，虽然科技型中小企业具有直观上更强的股权融资倾向，但实证研究并不支持这一观点，即是否为科技公司并非是鼓励、支持其加大股权性融资力度的充分理由。产生这一实证结果的可能原因是：A、虽然科技型公司的产品开发面临较大的不确定性，市场竞争也相对激烈，但和中小企业的成长性以及市场竞争特性比，其行业属性的特征并没有表现出对股权融资需求的更强偏好；B、虽然科技型企业的经营风险相对较高，但其经营的高回报足以吸引银行资金，这在一定程度上降低了对股权融资的需求。

值得注意的是，模型2中，企业的是否为科技型企业与企业的总负债率有着一定的负相关关系（80%的置信水平显著）。可能的解释是，中小企业的上市，为其扩展了新的股权性融资渠道，可能在一定程度上适应了科技型企业内在的融资结构需求。另外，这可能也表明在我国的股票市场中，科技型的企业更易获得股权性融资的青睐，因此有利于其降低财务杠杆水平。但以上这些解释都需要进一步研究的支持。

启示与建议

实证研究的结果表明，没有股票市场融资渠道的我国中小企业的融资状况具有以下特点：首先，中小企业的由成长性特点所决定对股权性融资的特别需求并没有在实际中得到体现。中小企业的由市场竞争特点决定的对股权性融资的特别需求并没有在实际中得到体现。其次，中小企业的融资决策更多是由企业短期经营活动的需要和融资市场环境的条件所决定，而企业自身的财务结构没有成为重要的影响因素。第三，中小企业可能被迫主要以融入短期债务资金的方式来维持企业经营、保证企业盈利，这种融资方式同时也加大了企业的财务风险。

股票市场融资渠道的增加大大改善了中小企业的融资状况：首先，上市扩大了中小企业的规模，规模的扩大同时也提高了企业的债务融资能力。具体表现为，一方面企业规模的扩大有利于企业信誉的提高，增强了企业获取银行信贷资金的能力，另一方面企业规模的扩大降低了企业的财务危机成本，减轻了企业进行债务融资时，财务危机成本对其的限制。其次，上市增加了中小企业的融资方式，使得企业可以通过股权性融资的加入，来降低企业的债务比率，特别是长期债务比率，从而有效应对了激烈竞争的要求。第三，上市提高了中小企业融资行为的规范性。

此外，实证研究的结果还表明，我国股票市场的再融资功能没有充分发挥出应有的效率，而传统的认为科技型中小企业存在更强股权融资需求的观点可能并不完全尽然。

促进中小企业发展，需要进一步发挥资本市场作用。从实证研究的结论出发，结合我国中小企业发展与资本市场发展的现状，我们提出以下的参考性政策建议。

一是坚定不移推进创业板市场建设，为更多中小企业开辟股权融资市场。

二是针对现有中小企业股权融资的特点与效果，进行有针对性的融资市场制度创新，具体为：

1、适当放宽中小企业在股票市场的上市条件，通过放宽上市条件或增加企业规模和盈利标准的弹性，鼓励更多的中小企业到股票市场上市。

2、促进中小企业的发展，更应该强调的是企业的成长性，而不是企业的科技属性，开设为成长性企业服务的创业板市场比单纯开设为科技型企业服务的科技板市场更为必要；

3、适当调整现有股票市场的再融资政策，使再融资政策的具体要求与企业的竞争性、成长性等特点相联系，使再融资政策的最终目标为促进企业的融资效率。

相关理论

影响企业融资选择的因素非常复杂，外部的包括企业的产品市场竞争条件、资本市场融资条件，以及监管政策条件等；内部的包括企业的治理状况、公司财务政策、公司发展状况与战略等。对中小企业而言，企业的融资选择除以上普遍因素外，更多是受中小企业的显著企业特性所影响，这些显著企业特性包括中小企业的规模特性，成长特性，以及与规模、成长特性密切联系的市场竞争特性等。

1、成长性与企业资本结构

金融经济学理论认为，企业应当根据自身的成长特性进行融资，通过债务融资方式支持收益风险较低的业务，通过股权融资方式支持风险较高的增长机会。不能根据企业的成长特性进行企业融资结构（资本结构）的配置，其结果将是：1、需要股权资本的行业和企业难以获得股权资本，企业将被迫放弃保持竞争优势所必要的投资，从而产生投资不足现象（Myers, 1977）而如果为保持竞争优势而采用激进的债务融资，则将增加企业的财务危机风险；2、如果应当采用债务融资的企业采取股权融资方式时，则容易产生投资过度现象（Jensen, 1986）。因此，中小企业的高成长特性要求以股权融资方式支持企业的增长机会，以解决投资不足问题。

Myers认为，可以通过对企业成长性的分析，从资本市场对企业估价角度来解释企业的财务保守行为。在Myers（1977）的分析框架中，企业资产分为当前业务（assets in place）和增长机会（growth opportunities），Myers（1977）认为，当前业务附属担保价值高，增长机会附属担保价值低。债权人往往在合约中严格约束企业投资高风险的项目，从而与股东产生利益冲突。因此，财务杠杆高不利于企业对增长机会的投资。Hovakimian, Opler和Titman（2001）的理论模型也指出，企业应当以更多的债务融资支持当前业务，以股权融资支持增长机会。Barclay, Morillec和Smith（2001）的理论模型则进一步认为，增长机会价值比重高的企业，经营过程中对财务危机更敏感。增长机会的债务融资能力应该为负，而且增长机会越多，债务相对于当前业务的比例应该越低。

资本结构理论的实证性研究支持了成长性与企业资本结构关系的观点。Bradley等人（1984），Smith和Watts（1992），Barclay和Smith（1995），Goyal等人（2001）的实证研究证实增长机会与企业财务杠杆具有显著的负相关关系。即企业增长机会越多，财务杠杆越低，而且在负债构成中，短期债务越多，而长期债务越少。Opler等人（1999）对1974-1994年美国上市公司现金和有价证券持有状况的实证分析表明，增长机会越多，现金流波动幅度大的企业现金和有价证券在资产中所占的比重越高。

2、市场竞争与企业资本结构

市场竞争与企业资本结构关系的产生机制，主要是市场竞争影响了企业的财务资源竞争态势以及企业的财务危机状况，从而对企业的资本结构产生影响。理论认为，资本市场的不完美导致企业财务结构的稳健程度不同，拥有充足资金的企业可能采取掠夺行动，消耗财务脆弱企业的资金资源，从而迫使其退出产品市场竞争。因此，竞争环境下，“财务力量”是一项竞争优势，或者是基本的生存条件，企业为了维持该优势，财务政策将趋于保守（Telser, 1966）。从财务危机成本的角度看，考虑到债务水平与企业客户、供应商、雇员等利益相关者以及竞争对手之间的互动关系，财务危机往往对企业的生产销售以及利益相关者产生显著的负面影响，同时给同行业的竞争对手以可乘之机。因此，为了改善与利益相关者之间的关系，不给竞争对手以机会，企业会尽量降低财务杠杆以避免财务危机（Titman, 1984）。

大量的实证研究表明，资本结构影响企业在产品市场上的竞争能力和业绩。Maksimovic and Titman（1991）的实证研究表明，产品

市场竞争过程必然出现价格战或营销战，利润和经营现金流随之下降，财务杠杆高的企业容易最先陷入财务危机，引起客户、具有谈判地位的供应商、债权人等利益相关者出于自身风险控制的角度采取对企业经营雪上加霜的行动，导致销售下降和市场份额萎缩。

Opler and Timan (1994) 的实证研究发现在行业不景气时，高负债公司将损失大量市场份额，流向财务杠杆较低的竞争对手，对外融资能力进一步减弱，最终退出市场。Phillips (1995)，Kovenock和Phillips (1995)，Chevalier (, 1995a、1995b)，Kover—nock和Phillips (1997) 等的研究发现，在集中度高的行业，当业内主要企业因融资约束或杠杆并购形成高财务杠杆时，财务杠杆低、现金充裕的竞争对手往往主动发动价格战或营销战（降价、给经销商让利、增加广告投入等），降低产品利润和经营现金流入，逼迫财务杠杆高的企业陷入财务危机。Zin—gales (1999) 对美国1980年解除运输公司管制时各企业财务杠杆水平对管制解除后的竞争地位和生存能力影响的考察，研究发现，管制解除加剧了竞争，引发了价格战，运输的吨公里价格下降了40%，有4589家地方运输企业关闭。而运输管制解除前5年，只有1050家企业关闭。Zingales发现，管制解除8年后未能生存下来的企业大多数是管制解除前财务杠杆高的企业，高财务杠杆降低了企业为增强竞争地位所必须的投资力度和价格战的财务承受能力。尽管破产企业中不乏经营效率高的企业，但在竞争过程中，仅仅经营效率高并不能保证企业生存，只有兼备经营效率高和财务资源充足的企业才能长期生存。

3、规模与企业资本结构

规模是中小企业与大企业区别的最基本特点，规模小在很大程度上是决定中小企业高成长特点和市场竞争激烈特点的主要原因，因此，中小企业的规模特征，同样决定了中小企业资本结构的选择策略：较低的财务杠杆水平以保持企业的竞争优势和解决投资不足问题。实证研究的结果也支持了这一观点。

在企业资本结构影响因素的实证研究中，企业规模变量是最重要的考察因素之一。Rajan和Zingales(1995)对西方主要工业化国家(G-7国家)的资本结构进行研究，结果表明，除德国外，公司规模与企业财务杠杆比率在各国都成正相关，即企业规模越小，企业的财务杠杆比率越低，股权性融资在资本结构中的比重越大。Demirgul—Kunt&Maksimoric(2001)分析了十个发展中国家的公司资本结构，认为发达国家中企业资本结构与企业规模的影响方式同样作用于发展中国家的企业。Huang和Song (2003)对2001年以前在深沪两市挂牌的上市公司的资本结构进行了实证研究，其结论认为，虽然中国现在处于从计划经济向市场经济的转型时期，但有些在市场化很发达的国家中影响资本结构的因素以同样的方式影响着中国上市公司的资本结构。其中，他们也证明了企业的财务杠杆与企业规模的正相关关系。这一结果同样也为我国学者肖作平、吴世农(2002)，陈超、饶育蕾(2003)等证实。

总之，资本结构理论及其实证性研究的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。这些成果表明，正是中小企业具有的规模小、成长性好、市场竞争激烈的企业特性，决定了中小企业为保持其高成长的发展势头和应对激烈市场竞争、防止财务风险的需要而必然采取稳健保守的低财务杠杆融资策略，即以股权融资为主，而非债务融资为主的资本构成方式。

文章出处：《证券时报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所