

## 中小企业融资力差异与融资制度创新次序

刘湘云, 杜金岷, 郑凌云

(暨南大学金融系, 广东广州 510320)

**摘要:**中小企业在现代经济中处于极其重要的地位,中小企业融资力弱是阻碍其进一步发展的瓶颈。中小企业融资力存在着地区性差异、产业性差异、规模性差异和所有制性质差异;这些差异对中小企业融资制度创新的逻辑顺序构成重要影响:首先,从内部因素上提升全体中小企业融资力的信息制度创新应放在首位;其次,创新成本较低的、由民营经济内生而来的、有利于削弱中小企业融资力的所有制性质差异的民间金融等内生性金融制度创新在融资制度创新次序中应排在前列;最后,创新成本较高的、有利于削弱中小企业融资力的地区性差异、产业性差异及规模性差异的外生性金融制度创新应放在融资次序的后端。当然,这种逻辑顺序实际上只是给出各层级融资制度创新的重要性大小,在实践中可随具体情况而进行相应调整。

**关键词:**中小企业;融资力差异;融资制度创新次序

**中图分类号:**F271;F276.3 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2003)08-0053-05

### 一、相关理论回顾及评述

我国正处于转轨经济的变化发展之中,劳动力相对丰富、资本相对稀缺的要素禀赋特色,使得劳动密集型中小企业在很长一段时间里会是我国企业组织中最有活力的构成部分(林毅夫、李永军,2001)。在中小企业融资方面,许多学者强调发挥中小金融机构的重要作用。譬如,Banerjee等(1944)认为中小金融机构在为中小企业提供服务方面拥有信息优势,为此提出了两种假说:其一是长期互动假说(long term interaction hypothesis),即认为中小金融机构一般是地方性金融机构,专门为地方中小企业服务,通过建立长期的合作关系,中小金融机构对地方中小企业经营状况的了解程度逐渐增加;其二是共同监督假说(peer monitoring hypothesis),即认为即使中小金融机构不能真正掌握地方中小企业的经营状况,但合作组织中的中小企业为了获取共同利益,相互之间会实施自我监督。Berger等人(1995)也认为小银行(或中小金融机构)更适合小企业信贷。同时,李志赞(2002)认为,在一个银行业高度垄断的经济中,中小企业的非匀质性(heterogeneity)、信贷抵押和交易成本是影响中小企业从银行获得信贷的三个主要因素;相反,在一个分散化的金融结构中,经济中有许多中小银行,中小银行在向中小企业提供金融服务方面的优势,将使中小企业得到的信贷呈不断增加的趋势。然而,Jayaratne和Wollken(1999)对小银行在小企业信贷上的成本优势假说进行了检验,结果否定了此观点。

另一方面,有些学者认为民间金融在中小企业融资制度创新中具有极其重要的地位。王宣喻、储小平(2002)指出:资本市场在地理意义上呈现一种倒金字塔式的层级结构<sup>①</sup>,不同层级的资本市场,分别对应于不同的融资规模和允许使用的资金交易方式,层级越高,融资规模越大,贷

收稿日期:2003-05-08

作者简介:刘湘云(1972-),男,湖南衡阳人,暨南大学金融系博士生;

杜金岷(1963-),男,四川宜宾人,暨南大学金融系教授,博士生导师;

郑凌云(1971-),男,湖南常德人,暨南大学金融系博士生。

款人需要借款人提供的信息量越多,融资风险也就越大;中小企业,尤其是私营企业不愿按银行要求提供所需信息,因而在较高层级资本市场融资难,而主要依靠自有资金经营。郭斌、刘曼路(2002)通过对温州地区的实证分析得出:中小企业对民间金融的需求较大,民间金融体系与中小企业的发展存在长期互动关系。同时,世界银行(1989)的研究也表明,过去 40 年中在很多国家和农村地区,政府通过引进正规金融制度向民间提供廉价信贷的努力似乎并未产生预期效果。张杰(2000)认为,解除民营经济(包括中小企业)金融困境的根本出路既不在于改变国有银行的信贷行为与资金投向,也不在于由政府出面发育多少外生性的中小金融机构,更不在于给其提供进入股票市场的方便,而在于营造内生性金融制度成长的外部环境;只有内生性金融制度的存在和发展才不至于损害民营经济可贵的内源融资基础。

总而言之,上述理论都从某一角度或某一层级提出了解决中小企业融资难的多种金融制度安排,从而具有一定的理论意义和实践价值。然而,中小企业数量巨大、种类繁多,差异性和发展不平衡性显著,要解决这个难题,单靠一种或几种制度安排是难以奏效的。因此,必须将这些制度安排整合成一个多元化的融资体系。于是产生了一些关键性难题:这些制度安排在什么情形下才能实施?该融资体系中融资次序如何?如何对这些制度创新的效果进行评价?若要圆满回答这些问题,首先涉及到一个重要概念:中小企业融资力及其差异。下文将对中小企业融资力进行差异性分析。

## 二、中小企业融资力的差异性分析

首先,我们来界定企业融资力。企业融资力是指在一定的经济金融条件下,一个企业可能融通资金的规模大小。其影响因素分为内因和外因两个方面,其中内部因素主要包括企业经营透明度、抵押担保能力、经济效益状况和企业组织制度等;而外部环境因素包括金融市场发展程度、经济周期和宏观经济政策等。此外,从长期来看,企业的融资成本和资金利用率通过影响企业的经济效益而最终影响企业融资力。由于地区间、产业间、部门间发展的不平衡性,从宏观上看中小企业融资力存在着差异性。研究表明,中小企业融资力差异的一般规律主要表现为地区性差异、产业性差异、企业规模性差异和所有制性质差异。

1. 中小企业融资力的地区性差异。既然影响企业融资力的因素主要包括经营管理信息透明度、企业组织制度、经济效益状况和抵押担保能力等,而在不同地区,中小企业在前两个因素方面相差不多,因此,形成地区性差异的主要原因在于企业经济效益状况和抵押担保能力的差异,尤其是经济效益的好坏。为了检验这一结论,我们全面分析了 2000 年全国各省市、自治区的中小企业经济效益状况。通过统计分析结果发现,中小企业的经济效益与各省市、自治区的人均 GDP 中度相关,其相关系数为 0.57。由此可见,中小企业融资力的地区性差异表现为一条向右上方倾斜的曲线(如图 1 所示),这表明:人均 GDP 较高的地区,中小企业的经济效益越好,其融资力相对较强。

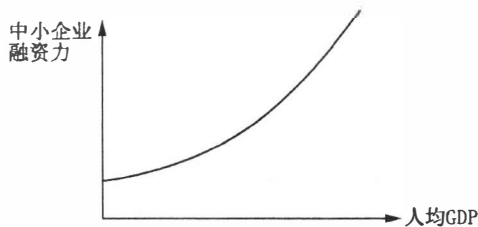


图 1 中小企业融资力地区性差异曲线

2. 中小企业融资力的产业性差异。调查研究表明,中小企业融资力的产业性差异主要受三大因素的影响:一是产业的盈利水平(通常用产业的平均利润指标衡量);二是产业的发展前景,主要取决于该产业的技术含量及成长性期望值;三是产业集中度。一般地,产业的盈利能力越高、发展前景越好、产业集中度越低,则该产业中中小企业融资力越强。

1998 年浙江省有关部门对 1 000 多家平均销售规模近 2 000 万元的中小企业作了专项调查。调查表明,在不同产业,由于企业融资力差异而导致的资金短缺程度有所不同,医药产业贷款难

的企业比重为 57.14%,电子产业为 58.33%,机械产业为 64.18%,化工产业为 65.49%,食品产业为 66.67%,纺织产业为 67.21%,建材产业为 71.01%,其他产业为 62.02%,平均为 64.09%。其基本规律可归纳为:产业技术含量及产业层次越高,企业融资力越强;反之,企业融资力相对较弱,融资较难。

3. 中小企业融资力的规模性差异。大企业与中小企业之间存在融资力差异是世界各国的普遍现象。进一步看,中小企业内部也因其规模大小呈现出一种融资力差异,这种差异性最终影响到中小企业融资方式的选择。Lopez-Gracia 和 Aybar-Arias(2000)对中小企业的实证研究表明,企业规模将影响到企业的自我融资策略(self-financing strategies),从表 1 中可知,自有资金对于中小企业而言是一种普遍性的主要资金来源,不过随着企业规模的扩大,企业融资力的增强,借贷资金(包括银行信贷和民间信贷)也将成为重要的融资方式。

表 1 中小企业规模与资金来源状况

单位: %

资金来源	100 万元以下	100~500 万元	500~1 000 万元	1 000 万元以上
自有资金	52	64	56	42
亲友入股	23	14	12	10
政府投资	1	1	2	4
借贷	22	20	28	39
其他来源	2	1	2	5

资料来源:郭斌、刘曼路:《民间金融与中小企业发展:对温州的实证分析》,《经济研究》2002 年第 10 期。

4. 中小企业融资力的所有制性质差异。在我国,中小企业融资力差异还表现为企业所有制性质上的差异,这种差异突出表现为占中小企业工业总产值及 GDP 总值 80%左右的非国有经济,只有不到 30%的金融资产,其基本原因是:国有金融支持很难与预算硬约束的民营经济建立联系,它原本就是由预算软约束的国有经济内生出来的(张杰,2000)。正是由于这种内生现象使得国有金融对民营企业抵押担保能力的要求较国有中小企业要高,而原本中小企业抵押担保能力就十分有限,因而削弱了其融资力。

### 三、中小企业融资力差异对融资制度创新次序的影响

如上所述,在不同地区、不同产业,不同企业规模及不同所有制形式的中小企业融资力均存在着差异性。这种融资力差异对解决中小企业融资难的制度创新次序构成重要影响。

1. 信息披露制度创新。即使在同一地区、同一产业具有同等规模和相同所有权性质的中小企业之间也存在融资力差异性,这种差异性表明:要彻底解决中小企业“融资难”问题,首先必须从内因上寻找中小企业融资制度创新的最优路径。从内部因素来看,企业经济效益、抵押担保能力都与企业融资力有着互动关系,即企业融资力较强,通过融资扩大生产规模可以提高企业经济效益及抵押担保能力,因而它们不是基本因素;企业组织制度尽管是影响企业融资力的根本性因素,但企业组织制度的演变是一个漫长的发展过程,而且在市场经济中企业组织形式的选择取决于投资者的博弈行为(必须考虑投资者数量、资本金规模及其偏好等有关因素)。另一方面,调查研究表明,中小企业(尤其是私营企业)不愿按银行的要求提供所需信息,是它们在较高层级资本市场融资困难的主要原因;也就是说,在不存在制度歧视和政策倾斜的前提下,如果不考虑资本市场资金拆借的利息成本和执行成本,那么影响中小企业融资力的主要内部因素将是各层级资本市场要求的信息披露机制。信息披露制度创新的目标主要在于尽量解决融资双方之间存在的两个方面的信息不对称性:有关融资者的个人信息与企业经营管理信息。然而,中小企业公开或披露有关企业经营管理方面的信息,将会给其带来很大的经营风险。因此,中小企业融资的理性决策原则为:潜在收入大于因公开经营管理信息而带来的风险成本。基于这种原因,实践中各层级的资本市场或金融机构应制定信息披露制度的差异性,以满足各类企业的不同需求;而具有一

定规模的企业则需谋求转型和规范化管理,以降低信息披露风险。综上所述,这种完善与规范企业信息披露制度的创新在逻辑顺序中应放在首位。

2. 民间金融制度创新。根据 Myers 的筹资顺序理论(Pecking Order Theory),由于小企业面临典型的信息不对称性问题,因此小企业主并不是按照传统的以最优资本结构为目标的方式进行融资,而是倾向于那些能将企业控制权干预程度最小化的融资方式。另一方面,民间金融与民间经济有着一种天然的内在联系,它原本就是由民营经济内生出来的,因此,规范与发展民间金融有利于削弱中小企业融资力的所有制性质差异,而这种所有制性质差异是阻碍我国中小企业从银行及资本市场渠道融资的重要因素。郭斌、刘曼路通过对温州 257 家企业的调查研究表明,中等规模企业对民间金融有显著需求,小规模企业更偏好内部筹资方式(如表 2 所示)。鉴于民间金融和内部筹资方式都属于内生性金融制度安排,出资人对这些制度安排的信息披露程度要求低,同时政府的制度创新成本也低,因此在信息披露制度不规范与信息不对称的前提下,以民间金融为代表的内生性金融制度创新在融资制度创新次序中应排在前列。

表 2 中小企业规模与对民间融资需求状况(N=257 家)

年销售额	企业数(家)	需要向民间资金融资	不需要向民间资金融资	不知道	曾向银行贷款
100 万以下	26	31%	62%	8%	11.5%
100~500 万元	107	64%	32%	4%	23.4%
500~1 000 万元	78	55%	41%	4%	43.6%
1 000 万元以上	46	24%	72%	4%	82.6%

3. 外生性金融制度创新。按照 Myers 的理论,为了便利中小企业融资建立二板市场和逐步引导国有金融的倾斜性信贷政策,这些外生性金融制度创新都要求较大范围地公开或披露企业的经营管理信息,对企业干预程度较高,因而在融资制度创新次序中靠后。此外,这些外生性金融制度创新成本相对较高,譬如,在我国目前主板市场还不太完善的情形下,迅速建立二板市场的风险较大,执行成本较高;实施国有银行的倾斜性信贷政策,实质就是让它们承担一部分政策性业务,这有悖于国有金融改革的基本原则与目标。同时,值得指出的是,由于中小企业融资力存在着地区性差异和产业性差异,在符合政府成本收益均衡原则的前提下,建立区域性金融机构及专业化金融制度来降低这种中小企业融资力的地区性差异和产业性差异,以此支持各地区、各行业中小企业的发展,也是较优的路径选择;然而,这种中小企业融资力的地区性差异及产业性差异的最终解决是分步骤、有阶段地进行的,必须建立在中小企业整体融资力的提高与消除所有制性质差异的基础上,因此,从这个角度来看,建立与完善区域性金融机构及专业化金融制度等外生性金融制度创新也应放在融资制度创新次序的后端。

#### 四、结 论

在我国经济发展过程中,无论是在对经济增长的贡献还是在促进就业及技术创新方面,中小企业都起着十分重要的作用;然而,中小企业融资力弱及其存在差异性阻碍其持续发展的关键因素。因此,我们必须通过融资制度创新来提高中小企业的整体融资力和消除中小企业融资力差异。通过对我国中小企业进行调查研究表明,由于地区间、产业间及部门间经济发展不平衡规律的作用,从宏观上我国中小企业融资力存在地区性差异、产业性差异、企业规模性差异和所有制性质差异。这种融资力差异性对中小企业融资制度创新次序构成重要影响。首先,有利于提高中小企业整体融资力水平的信息披露制度创新,由于能够从根本上解决“融资难”问题,其重要性日益显现,因而应排在首位;其次,由民营经济内生出来的民间金融,一方面,有利于减弱中小企业融资力的所有制性质差异和企业控制权的干预程度;另一方面,其制度创新成本及执行成本较少,因此完善与规范民间金融等这种内生性金融制度创新应放在外生性金融制度创新的前列;最后,尽管专业化金融制度、区域性金融能够降低中小企业融资力的产业性差异及区域性差

异,但由于这些外生性金融制度创新成本较高、风险较大,且中小企业融资力的地区性差异及产业性差异的最终解决是分步骤、有阶段进行的,必须建立在中小企业整体融资力的提高与消除所有制性质差异的基础上,因而它放在融资制度创新次序的后端。当然,这种逻辑顺序只是说明各层级融资制度创新的重要程度,并不是一成不变的,因而在实践中可根据一国具体的经济金融发展状况进行相应调整。

注释:

①最底层级的资本市场是小范围的民间借贷市场,再往上一层是地区资本市场,比地区资本市场层级更高的是准国家级的资本市场如创业板市场和国家级资本市场,高居金字塔顶端的则是国际资本市场(王宣喻、隋小平,2002)。

参考文献:

- [1]张杰. 民营经济的金融困境与融资次序[J]. 经济研究,2000,(4).
- [2]郭斌,刘曼路. 民间金融与中小企业发展:对温州的实证分析[J]. 金融研究,2002,(10).
- [3]李志赞. 银行结构与中小企业融资[J]. 金融研究,2002,(6).
- [4]王宣喻,隋小平. 信息披露机制对私营企业融资决策的影响[J]. 金融研究,2002,(10).
- [5]沈炳熙,高圣智. 日本的中小企业金融政策[J]. 金融研究,2002,(1).
- [6]林毅夫,李永军. 中小金融机构发展与中小企业融资[J]. 经济研究,2002,(9).
- [7]A N Berger,G F Udell. Relationship lending and lines of credit in small firm finance[J]. Journal of Business, 1995,68(3).
- [8]Jith Jayaratne,John Wolken. How important are small banks to small business lending? New evidence from a survey of small firms[J]. Journal of Banking and Finance,1999,23.
- [9]Jose Lopez-Gracia,Cristina Aybar-Arias. An empirical approach to the financial behavior of small and medium sized companies[J]. Small Business Economics,2000,14.
- [10]Banerjee A V,Besley T,Guinnane T W. The neighbor's keeper:the design of a credit cooperative with theory and a test[J]. Quarterly Journal of Economics,1994,109.

## On the Difference in Financing Ability of Mid-and-small Enterprises and Innovation Sequence of Financing Institution

LIU Xiang-yun, DU Jin-ming, ZHENG Ling-yun

(Department of Finance, Jinan University, Guangzhou 510320, China)

**Abstract:** Mid-and-small enterprises (SMEs) are of great importance in a modern economy, and the lack of their financing ability is the bottleneck of their further development. However, there are differences among the financing ability of SMEs considering region, industry, size and their ownership status, which have great effect on the sequence of SMEs' institutional innovation: first, innovation of informational institutions which improves financing ability of all SMEs internally should be ranked in the first place; second, priority should be given to such endogenous institutional innovation of finance as low-cost, the private financing system engendered in the private economy sector; finally, high-cost, extrogenous institutional innovation of finance should be ranked in the last place. Of course, the foregoing sequence only explains the importance of different institutional innovation of finance at all levels, and it is not constant, but could be adjusted accordingly in practice.

**Key words:** Mid-and-small enterprises (SMEs); difference in financing ability; innovation sequence of financing institution