# 中小企业融资问题实证研究:一个分析框架

王晓梅　夏岩磊

(滁州学院　安徽滁州　239001)

【摘要】中小企业融资难问题一直备受关注,研究这方面的文献较多,但是目前实证研究却较少。本文在梳理国内相关文献的基础上,提出中小企业融资问题实证研究的理论框架模型,通过建立方差分解(ANOVA)分析模型,研究资金成本、税收政策等因素对融资方式的影响程度及企业家素质、企业人力资源状况等因素对融资能力的影响程度,以为缓解中小企业融资紧张状况提供科学的决策依据。

【关键词】中小企业　融资　实证研究

随着我国经济体制改革的深入,我国中小企业已成为吸纳就业、技术创新和支撑国民经济增长的重要力量。但是,目前融资问题已成为制约中小企业发展的"瓶颈",而如何解决中小企业融资难问题亦成为学术界关注的焦点。国内外关于中小企业融资问题的研究文献不少,本文仅在简单介绍国内研究中小企业融资问题文献的基础上,构建了实证研究中小企业融资问题的理论框架模型,以供学术界同仁探讨。

## 一、国内相关研究文献

笔者查询了中国期刊全文数据库,在核心期刊中按"中小企业融资"题材进行搜索:1999~2003年共计489篇,2004年220篇,2005年278篇,2006年295篇,2007年309篇,2008年仅1篇,2009年未搜索。我国关于中小企业融资问题的研究大多是从外部环境因素去把握的,研究中小企业自身融资能力的较少;规范研究较多,而实证研究较少。

首先,在宏观层面,白钦先、薛誉华(2001)指出,我国由于长期强调规模经济,忽视了中小企业的发展,导致中小企业融资难问题没得到很好解决;林毅夫、李永军(2001)认为,银行规模与企业规模非对称性是中小企业融资困难的重要原因;欧阳凌、欧阳令南(2004)认为,我国中小企业绝大多数属于非国有企业,非国有产权加剧了信息不对称的风险,使得中小企业的信用度较低,融资困难在所难免。

其次,在微观层面,张圣平、徐涛(2003)通过对中小企业内生障碍(信用障碍、产权障碍和风险障碍)的分析,认为中小企业群体的实力普遍不强、管理不够规范、产权模糊、治理结构不健全、信用度不高,以及由此引起的高风险经营是导致中小企业融资困境的主要原因;汪红、张咏梅、常巍(2007)则认为,中小企业融资难的一个重要原因是受其自身发展特点的限制,难以提供金融机构所需的抵押或担保。

再次,国内学术界就如何化解中小企业融资难问题提供了可能的实现机制。例如,晏露蓉等(2007)认为传统担保模式风险收益不匹配是造成中小企业"担保难"的关键原因,据此提出了一些融资担保思路;董裕平(2009)在对我国中小企业融资担保服务发展实践调研的基础上,对中小企业融资担保机制进行了不同的模拟实验分析,并为我国发展中小企业融资担保服务的商业模式提出了相关政策建议。

## 二、需要进一步研究的问题

通过以上对相关研究文献主要观点的简单介绍,可以发现国内对中小企业融资问题的研究,主要是从企业内外影响因素、宏观与微观两方面进行一些理论分析,且这些研究基本上都是从定性方面把握中小企业融资难原因之所在,缺乏定量描述和实证研究,尚未涉及以下几个实质性问题:

首先,从中小企业融资现状看,业界一致认为目前中小企业融资困难,但这种融资困难程度有多大?是否可以衡量?如何衡量?尚未发现有学者对此做具体研究。

其次,融资方式是企业融资问题研究的重要组成部分。但中小企业融资方式主要有哪些?这些融资方式的形成受哪些因素影响?这些主要影响因素与融资方式选择的相关程度如何?目前尚没有看到类似的研究。

最后,虽然中小企业融资受外部环境因素影响很大,但是,中小企业自身的融资能力薄弱更是一个不可忽视的因素。从资金提供者角度看,中小企业财务报告不完善、不稳定,反映资产财务能力的指标不能作为衡量中小企业融资能力的唯一指标,那么中小企业的融资能力还能从哪些方面体现呢?梳理已有文献,我们发现对这方面的研究还很缺乏。

## 三、中小企业融资实证研究:一个分析框架

1. 中小企业融资困难问题研究。笔者认为可以从以下两个方面定量描述中小企业融资困难程度:

(1)以中小企业信贷缺口理论和关系信贷理论为基础,以中小企业为调查对象,大样本抽查:①中小企业是否存在投资的边际收益大于边际成本,但因为没有资金供给而不能进行有盈利潜力投资的情况(以存在此问题的企业数量占被调查企业总数百分比反映);②中小企业的融资成本是否远远大于大企业的融资成本。调查中小企业在关系信贷中的比例,以及中小企业为维持与银行信贷关系而支付的隐形佣金额,推算

由此导致的信贷资金成本增加幅度。

(2)以信贷配给理论为基础,以商业银行为调查对象,以大中型企业为参照,了解近年来中小企业贷款的资金成本、申请数量、申请次数、被拒绝数量、被拒绝次数等情况,看是否明显存在信贷配给现象。目前通过调研发现:信贷配给现象在中小企业中普遍存在,由于信息不对称和道德风险原因,银行不信任中小企业的偿债能力和信用状况,从而导致银行不能全额满足企业贷款数量需求甚至根本不提供贷款。

2.中小企业融资方式选择的影响因素研究。研究中小企业融资问题,融资方式选择是研究的一个重要方面。根据有关文献的生命周期理论、代理理论、融资优序理论、静态均衡理论,调研中小企业融资方式,用SPSS11.0软件进行统计分析,检验企业年龄、企业规模、企业资产结构、企业所在行业等因素与中小企业融资方式选择的相关性;采用计量经济分析方法研究资金成本高低、税收政策的宽松度、企业控制权重视度和债务融资难易度等四个因素对融资方式的影响,探寻真正左右中小企业融资方式选择的主导因素。研究步骤如下:

(1)计量建模。建立方差分解(ANOVA)分析模型,研究以上四种因素对某省中小企业融资方式的影响程度。

$$Y=\beta_0+\beta_1 D_{1i}+\beta_2 D_{2j}+\beta_3 D_{3k}+\beta_4 D_{4m}+u$$

其中:Y=企业实际融资数量占申请数量的比率;D均为虚拟变量;D1=资金成本状况;D2=税收政策的宽松度;D3=企业控制权重视度;D4=债务融资难易度。

(2)计量分析。

①随机干扰项正态性检验。考察模型随机干扰项正态性,显然:$u=Y-(\beta_0+\beta_1 D_{1i}+\beta_2 D_{2j}+\beta_3 D_{3k}+\beta_4 D_{4m})$,不服从正态分布,虽然在最小二乘法(OLS)估计中参数估计量仍然是无偏估计量,但由于它对参数假设检验和区间估计产生影响,故我们通过扩大样本容量来消除。

②变量异方差性检验。通过检验,我们发现随机干扰在线性概率模型中始终存在异方差,这就使得由最小二乘法估计得到的估计量不再是最小方差,其标准差也不可信。鉴于此,我们采用加权最小二乘法(WLS)修正异方差。

③变量自相关检验。由于我们的实证研究是随机选取的同一个时间段的样本,因而我们得到的实证结果形成截面数据后便呈现空间自相关,造成在做计量估计时得到的估计量难以满足最小方差性,尽管这些估计量仍然可能是线性无偏的。鉴于此,我们利用马尔可夫一阶自回归模型来做估计,以消除残差序列自相关。

④变量的参数估计和假设检验。在消除异方差和序列自相关的前提下,利用EVIEWS5.0软件,采用最小二乘法对上述方程做回归分析,得到回归系数,检验各系数以及模型整体上的显著性。

(3)计量模型的修正。由于选取解释变量以及模型设定可能存在偏误(model specification bias)的原因,如上变量的参数有可能存在不显著的情况,我们将在参数估计和假设检验后,去掉不显著的参数并重新拟合方程。

3.中小企业融资能力的影响因素研究。多数中小企业财务制度不健全,无论是投资者还是债权人,对中小企业的财务能力和信用能力都难以从财务报表中获得。我们假设"企业家素质(人品和能力)、企业人力资源状况(管理团队和研发人员的综合素质)、企业在行业中的地位和企业产品发展前景"等信息对中小企业融资成败起着重要作用,则:

$$Y=\beta_0+\beta_1 D_{1f}+\beta_2 D_{2g}+\beta_3 D_{3l}+\beta_4 D_{4n}+u$$

其中:Y=企业实际融资数量占申请数量的比率;D均为虚拟变量;D1=企业家素质情况;D2=企业人力资源情况;D3=企业在行业中的地位;D4=企业产品发展前景。

在上述模型基础上,可以采用加权最小二乘法修正异方差:先在一阶自回归模式下做估计,消除残差序列自相关性;然后利用EVIEWS5.0软件做回归分析,检验各系数的显著性,并去掉不显著的参数,再重新拟合方程;最终确定究竟有哪些"软信息"影响中小企业的融资能力,从而找出增强中小企业融资能力的突破口。

**四、结论**

通过上述文献的梳理,我们发现,已有的研究多是定性描述中小企业融资现状,缺乏定量分析及实证研究。因此在前人规范研究的基础上,本文提出实证研究分析框架,分析中小企业融资是否普遍存在关系信贷和信贷缺口问题,是否广泛存在信贷配给现象,以此衡量中小企业融资难度。

通过建立ANOVA分析模型,引入虚拟变量,在对模型干扰项进行正态性、异方差、自相关等一系列检验基础上,在回归分析的框架下,利用最小二乘法进行参数估计,实证研究诸如资金成本、税收政策、企业控制权和举债难易等因素对融资方式的影响程度,以及诸如企业家素质(人品和能力)、企业人力资源状况(管理团队和研发人员的综合素质)、企业在行业中的地位和企业产品发展前景等因素对融资能力的影响程度,从而帮助中小企业从自身入手找到增强融资能力的突破口,为改善中小企业融资现状,缓解中小企业融资紧张状况提供科学的决策依据。

【注】本文系2010年安徽省高校省级人文社科研究项目"安徽省中小企业融资问题实证研究"(项目编号:2010sk467)的阶段性研究成果。

**主要参考文献**

1.白钦先,薛誉华.我国政策性银行的运行障碍及对策思考.财贸经济,2001;9

2.林毅夫,李永军.中小金融机构发展和中小企业融资.经济研究,2001;1

3.欧阳凌,欧阳令南.中小企业融资瓶颈研究——一个基于产权理论和信息不对称的分析框架.数量经济技术研究,2004;4

4.张圣平,徐涛.内生障碍、关系融资与中小企业金融支持.体制改革,2003;1

5.汪红,张咏梅,常巍.抵押品替代在中小企业融资中的运用分析.学术交流,2007;4

6.晏露蓉,赖永文,张斌,朱敢.创建合力高效的中小企业融资担保体系研究.金融研究,2007;10