

中小企业金融排斥的财务结构效应*

——来自我国中小企业板上市公司的微观证据

李建军*, 张丹俊

(中央财经大学金融学院, 北京 100081)

内容提要:中小企业遭受的金融排斥可细分为地理排斥、评估排斥、技术条件排斥。本文以中小企业板上市公司为样本,构建了企业财务结构与金融地理排斥、评估排斥、技术条件排斥之间的关系模型,检验不同金融排斥对企业财务结构的影响。结果显示,金融评估排斥增加了中小企业内源融资与非银行融资的比重;而金融地理排斥与技术条件排斥使得企业短期债务率提高,债务短期化程度加重,降低了企业财务的稳健性与可持续性。改善中小企业财务结构,一方面需要从缓解金融排斥入手,增加中小企业担保机制,加强金融机构建设,推进信息化云平台建设;另一方面,需要规范、适度鼓励非金融机构的发展,拓宽企业融资渠道,并提高企业资产担保能力,提升信誉,增强企业的内涵竞争力。

关键词:中小企业;金融排斥;财务结构效应

中图分类号:F276.3 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2016)06—0086—14

一、引言

中小企业多以民营企业为主,由于其规模小、经营灵活,成为社会经济体系中数量多、吸纳就业强、推动经济增长的重要贡献者。然而,中小企业在获得金融服务,特别是从银行等正规金融机构借贷方面,比起大型企业要困难得多,表明其遭受的金融排斥比较严重。根据CSMAR数据库2010—2013年数据,我国中小企业内源融资占比为17.66%,远远高于主板企业的3.29%。相应地,资产负债率为35.62%,带息债务占比为23.32%,低于后者的51.68%和37.20%,且短期债务率偏高,流动负债占负债比率为88.63%。这表明,金融排斥对不同规模企业的财务结构影响是有差别的。由于金融排斥,不同规模企业在金融服务的可获得

性方面存在不平等,大型企业在获得银行、证券等金融服务方面处于优势地位(尹志超等,2015),而中小企业、微型企业和个体经济单位等受到的金融排斥比较严重。那么,金融排斥是否导致了中小企业财务结构上的特殊效应,是否影响到企业的财务稳健性?如何改善这种结构,提升中小企业财务的可持续性?这是本文研究的主要问题。

关于企业财务结构影响机理与决定因素的研究,学者们根据公司数据做了大量实证研究,主要围绕权衡理论与优序融资理论,从企业自身条件(Rajan & Zingales, 1995; Fama & French, 2002; Lemmon & Zender, 2010)以及制度层面(肖泽忠、邹宏,2008; Allen等,2005)分析企业财务结构的影响因素。国内现有对企业财务结构影响因素的实证研究一般选择资本市场主板上市企业作为研究对

收稿日期:2016-03-01

* 基金项目:国家社会科学基金重大项目“金融排斥、金融密度差异与信息化普惠金融体系建设研究”(14ZDA044);中央财经大学2014年博士生重点选题支持计划项目“金融排斥的结构效应研究”(2014001)。

作者简介:李建军*(1970-),男,山西汾阳人,教授,博士生导师,经济学博士,研究专长为民间金融、影子银行、互联网金融与普惠金融,E-mail:ljjlsh@126.com;张丹俊(1988-),女,山西汾阳人,博士研究生,研究方向为金融排斥理论与普惠金融,E-mail:zdj5102@163.com。*为通讯作者。

象,也有学者采用中小企业板上市公司的数据进行研究。杨其静、李小斌(2010)以2007年中小企业板上市公司的截面数据为基础,从公司总体特征与治理结构的角度检验权衡理论和优序融资理论对我国中小企业的适用性,结果表明,两种理论均不能完全解释我国中小板企业的财务融资结构;王秀祥、张建方(2012)采用浙江省446家中小企业的调查数据,选取银行贷款、商业信用与民间融资为因变量构建多元回归模型,佐证了优序融资理论在我国的适用性。目前,针对中小企业财务结构的研究较少,并且研究对象主要限于截面数据或单一省份的调研数据,这对中小企业财务结构影响机理的研究还不具有普适性。此外,对企业财务结构的研究主要是从企业自身条件或制度层面寻求改善融资环境的路径,而较少从金融排斥的视角研究中小企业财务结构以及财务的可持续性。与现有文献不同,本文基于金融排斥理论,以中小企业板上市企业2010—2013年的面板数据为基础,探究金融排斥对中小企业财务结构的作用效应,对于缓解金融排斥,改善中小企业融资环境,增强中小企业财务可持续性发展具有借鉴价值。

二、中小企业金融排斥财务结构效应的理论框架

1. 金融排斥与中小企业金融排斥的涵义

早期,金融排斥的研究集中于地理排斥单一维度,是指由于金融机构撤销其分布在部分欠发达地区的分支机构,使得该地区主体由于地理可及性受限而被排除在金融服务体系之外的现象(Leyshon & Thrift, 1994; 1995)。随着研究的深入,金融排斥的维度由地理排斥扩展到包括地理、社会经济、银行管理、基础条件等多个方面(Kempson & Whyley, 1999; Cebulla, 1999; Bridgeman, 1999; Chakravarty & Pal, 2010)。与此同时,金融排斥的外延也扩展到包括微观个体(Panigyrakis等, 2002)、微观企业(Collard等, 2001; Rosen & Wu, 2004),以及地理区域(Hyytinen & Pajarinen, 2002)等多个层面。对于企业而言,如果在金融服务获取方面存在障碍,特别是无法正常获取所需要的贷款,那么其面

临的金融排斥程度是比较重的,尤其是中小企业在融资方面受到的排斥程度更为明显。从正规渠道融资难、从非正规渠道融资贵作为中小企业金融排斥的直接表现,已经成为我国中小企业发展的瓶颈。

2. 中小企业金融排斥的财务结构效应的生成机制

金融排斥理论认为,金融服务供给方的主动排斥,金融服务需求方的自我排斥和环境条件等外部因素,共同作用导致金融服务可及性在空间与经济活动个体上的不均衡。具体到中小企业金融排斥方面,中小企业受到来自金融供给方的排斥程度较大(夏维力、郭霖麟, 2012),技术条件排斥次之(李建军、张丹俊, 2015)。这些理论基础与前期研究为本文设定中小企业金融排斥变量提供了依据。一方面,中小企业可能由于所在地区缺少金融服务基础设施,银行机构服务网点的地理分布不均衡,很多中小企业所在地区银行机构数量少,从而增加了这部分企业获取金融服务的难度,这在农村地区比较普遍,或是由于中小企业在申请银行贷款等服务时,银行对企业的资信等评估条件比较严格,致使一些企业难以获得贷款支持,面临金融服务获取上的障碍;另一方面,也可能由于所在地区金融信息系统等基础设施建设滞后,企业技术应用程度较弱,企业与银行之间信息化沟通机制不健全,导致企业难以获得有效的金融服务。以上有关中小企业金融排斥影响度的分析表明,金融排斥会增加中小企业从金融机构获取外源融资的难度,导致进入正规金融体系融资(含银行信贷、金融市场股权、债权融资等)的比重比较低,而内源融资与非银行融资的比重会增加。鉴于我国长期存在不均衡的二元经济,正规金融市场与非正规金融市场的融资成本与评估标准差异较大(陈道富, 2015),使得无法从正规金融市场获取融资的中小企业融资成本上升、流动性风险增加,进而影响中小企业财务稳健性。因此,探究金融排斥指标对财务结构指标变化的影响程度,对于改进金融服务,实现中小企业财务稳健性的政策路径,构建普惠金融体系至关重要。

三、中小企业金融排斥的衡量:理论与变量指标设定

本文以金融排斥理论和企业财务结构原理为基础,结合变量指标数据的可获得性,从金融供给方排斥与技术条件排斥两个方面设定中小企业金融排斥的指标体系,包括三个维度指标——金融供给方评估排斥、金融供给方地理排斥和技术条件排斥,相应指标作为中小企业财务结构变化的解释变量。

1. 金融供给方评估排斥

评估排斥是银行等金融机构出于获取利润、降低风险等考虑,将评估得分较低的企业排斥在金融服务体系之外的现象。考虑到中小企业对融资需求具有“短期性”特点,而以票据为基础的银行承兑汇票手续简便,反映金融机构短期贷款,并且伴随企业商品交换而产生(Atanasova & Wilson, 2004),符合中小企业的融资特点。据统计,票据融资成为中小企业从银行获取融资的主要方式,从金融机构获取正规贷款比较困难的中小企业更依赖于票据融资(刘萍,2005;Ge & Qiu, 2007)。据此,本文选取各省份单位企业银行承兑汇票累计发生额代表评估排斥,金融供给方评估排斥为正向指标^①,数值越大,评估排斥程度越低,银行融资的可得性越高。

2. 金融供给方地理排斥

中小企业受到的金融服务供给方地理排斥是指由于金融机构分支网点空间分布不均衡,发达地区分支机构密集而欠发达地区布局少,使得欠发达地区的企业难以获得必要的金融服务的现象。本文地理排斥指标由三个分指标集合而成:各省份单位地理面积的金融机构网点数,单位中小企业拥有的金融机构网点数,各省份单位生产总值的金融机构网点数。单纯考虑地理面积不科学,如某些省份区地广人稀,存在沙漠等非经济活动地理面积,这会高估地理排斥程度,将企业数量和地区生产总值因素纳入,可以消除经济无效地理面积的影响。金融供给方地理排斥数值越大,金融服务的可及性越高,金融排斥程度越低,因此,地理排斥是一个正向指标。

3. 技术条件排斥

随着信息化建设的深入,信息技术的应用已经渗透到企业的生产、销售、采购等各个环节,由于企

业技术应用程度较低、中小企业信息化服务平台数量少等因素而导致部分企业难以获得便利的金融服务的状态,即技术条件排斥。本文选取工信部信息化推进司区域“两化”融合水平评估企业调查数据中“企业信息化应用指数”作为技术条件排斥的代理变量,其数值越大,技术条件排斥程度越小,银行融资可得性越高,因此,技术条件排斥为正向指标。

四、中小企业金融排斥的财务结构效应模型构建与变量说明

1. 中小企业金融排斥的财务结构效应模型样本与数据

本文以2010—2013年CSMAR数据库“中小企业板”上市企业为初选样本,具体筛选过程如下:(1)剔除主要研究变量缺失的中小企业;(2)鉴于金融类与公共服务类企业的制度规定与其他行业不同的特点,为了避免造成结果的偏差,在行业中剔除金融类行业与公共服务类行业。经过以上筛选,得到中小企业样本量为1811。企业财务数据来自CSMAR数据库,各省份金融机构网点数与银行承兑汇票累计发生额来自“中国区域金融运行报告”(2010—2013),中小企业数量来自“中国省市经济发展年鉴”(2013),各省份地理面积与生产总值来自“中国统计年鉴”(2011—2014),技术条件排斥指数来源于“中国信息化发展水平评估报告”(2011—2014)。为了消除极端值的影响,本文对主要连续变量进行了上下1%的Winsorize处理。

2. 中小企业金融排斥的财务结构效应模型设定与指标定义

为了考察金融排斥指标对中小企业财务结构的影响,本文构建的基准模型如下:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot EI_{i,t} + \gamma_i \cdot Z_{i,t} + v_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Y_{i,t}$ 表示第*i*个企业在第*t*年的财务结构变量; $EI_{i,t}$ 表示一组金融排斥指标集合; $Z_{i,t}$ 为一组表示企业自身条件的变量集合,包含了企业盈利水平、偿债能力、成长能力、现金流量、资产担保能力、企业规模、上一年企业债务水平; v_i 表示年份固定效应; $\varepsilon_{i,t}$ 为误差项。为了消除异方差,将企业规模变量取自然对数。模型中涉及的变量及衡量指标如表1所示。

^① 本文将金融排斥指标大小与金融服务可及性一致的指标定义为正向指标;反之,则为逆向指标。

表1 中小企业金融排斥财务结构效应模型变量设定

变量类型	变量名称	变量代码	衡量指标
财务结构变量(Y)	银行融资占比	<i>Bankrt</i>	(银行借款+应付票据)/总负债
	商业信用占比	<i>Accbondprt</i>	(应付账款+预收账款+长期应付款)/总负债
	民间融资占比 ^①	<i>Othaccprt</i>	(其他应付款+其他流动负债)/总负债
	短期银行融资占比	<i>SHD</i>	(短期银行借款+应付票据)/总负债
	长期银行融资占比	<i>LOD</i>	长期银行借款/总负债
	总负债率	<i>TD</i>	总负债/总资产
	短期负债率	<i>STD</i>	流动负债/总资产
	债务期限结构	<i>L/T</i>	非流动负债/总负债
	留存收益比率	<i>ReEarn</i>	(盈余公积+未分配利润)/总资产
金融排斥指标(EI)	评估排斥	<i>EvaluativeE</i>	企业银行承兑汇票累计发生额/中小企业数量
	地理排斥分指标1	<i>AccessE</i>	金融机构网点数/地区平方千米
	地理排斥分指标2		金融机构网点数/中小企业数量
	地理排斥分指标3		金融机构网点数/地区生产总值
	技术条件排斥	<i>InformE</i>	企业信息化应用指数 ^②
控制变量(Z)	息税前收益率	<i>EBIT</i>	息税前利润/营业总收入
	速动比率	<i>Qckrt</i>	(流动资产-存货)/流动负债
	营业收入增长率	<i>Grow</i>	(营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
	现金流	<i>CF</i>	销售商品劳务收入现金/营业收入
	固定资产比率	<i>Fixass</i>	固定资产/总资产
	企业资产规模	<i>Size</i>	年末总资产的自然对数
	上一年银行融资占比	<i>Bankrt_{t-1}</i>	上年银行融资/上年总负债
	上一年商业信用占比	<i>Accbondprt_{t-1}</i>	上年商业信用/上年总负债
	上一年民间融资占比	<i>Othaccprt_{t-1}</i>	上年民间融资/上年总负债
	年度	<i>Year</i>	年度虚拟变量

资料来源:本文设计整理

^①银行融资额用银行借款与应付票据之和计算取得;商业信用由应付账款、预收账款与长期应付款三个部分组成;中小企业民间融资规模由其他应付款与其他流动负债两个项目加总取得(王秀祥、张建方,2012)。

^②企业信息化应用指数由四个部分加权平均而得:生产装备数控化率(=受调查地区企业中拥有数控机床总数/受调查地区的企业中拥有的机床总数);企业ERP普及率(=受调查的企业中广泛应用ERP的企业数/受调查的企业总数);企业电子商务交易额占比(=受调查的企业中通过电子商务产生的采购和销售额/受调查的企业采购和销售额);中小企业信息化服务平台数量(统计地区政府投资或合作建立的面向中小企业信息化服务的公共平台数)。四类指标均来源于信息化推进司区域“两化”融合水平评估企业调查数据。

式(1)选取银行融资占比(*Bankrt*)、商业信用占比(*Accbondprt*)、民间融资占比(*Othaccprt*)、短期银行借款占比(*SHD*)、长期银行借款占比(*LOD*)、总债务率(*TD*)、短期债务率(*STD*)、债务期限结构(*L/T*)、留存收益比率(*ReEarn*)九个指标作为观测因变量。核心变量为金融排斥指标(*EI*),选取评估排斥(*EvaluativeE*)、地理排斥(*AccessE*)、技术条件排斥(*InformE*)三个指标。

在控制变量中,本文采用了文献中通常的做法(洪锡熙、沈艺峰,2000; Ozkan, 2001; Myers, 2003; 黄贵海、宋敏,2004; Proenca 等,2014),选取了企业盈利水平(*EBIT*)、偿债能力(*Qckrt*)、成长能力(*Grow*)、现金流(*CF*)、资产担保能力(*Fixass*)、企业规模(*Size*)六个指标代表企业自身禀赋的财务指标。*Year*为年度虚拟变量。此外,已有研究表明,企业上一年的负债会对当年的财务结构产生影响(王秀祥、张建方,2012),因此,本文在控制变量中加入企业上一年的银行融资占比(*Bankrt_{t-1}*)、商业信用占比(*Accbondprt_{t-1}*)与民间融资占比(*Othaccprt_{t-1}*)三个债务结构变量。

五、中小企业金融排斥的财务结构效应实证结果与分析

1. 中小企业金融排斥的财务结构效应模型变量描述性统计

表2对中小企业财务结构效应的模型变量进行了描述性统计^①。如表2所示,财务结构指标中,银行融资占比均值为39.09%,其中,短期融资与长期融资占比分别为33.80%与5.16%,表明银行融资偏重短期融资的事实。非银行融资中,商业信用占比为39.64%,与银行融资占比相当;民间融资占比均值为6.42%,显著低于银行融资与商业信用占比,而变异系数为1.36,显著高于前两者(0.68, 0.58),说明民间融资的个体差异较大。总体上,总债务率(*TD*)均值为35.62%,短期债务率(*STD*)均值为31.02%,债务期限结构(*L/T*)均值为11.37%,变异系数分别为0.55,0.56与1.23,表明企业债务比率中,债务期限结构差异较大,并且短期债务占比较高;从融资方式来看,银行融资与商业信用为主要融资渠道。

表2 主要变量的描述性统计

变量	观测数	平均值	标准差	变异系数	最大值	最小值
<i>Bankrt</i> (%)	2084	39.09	26.65	0.68	88.65	0.00
<i>SHD</i> (%)	2084	33.80	25.04	0.74	85.64	0.00
<i>LOD</i> (%)	2084	5.16	10.23	1.98	48.69	0.00
<i>Accbondprt</i> (%)	2084	39.64	22.83	0.58	90.97	3.77
<i>Othaccprt</i> (%)	2084	6.42	8.76	1.36	50.56	0.09
<i>TD</i> (%)	2084	35.62	19.49	0.55	80.60	2.98
<i>STD</i> (%)	2084	31.02	17.39	0.56	75.34	2.60
<i>L/T</i> (%)	2084	11.37	14.02	1.23	62.21	0.00
<i>ReEarn</i> (%)	2084	17.66	9.75	0.55	47.51	-17.41
<i>EvaluativeE</i>	2084	0.87	0.43	0.50	2.41	0.26

^①篇幅所限,变量的相关性结果在此省略汇报,各解释变量的相关系数均低于共线性门槛值0.7(Lind等,2007)。

变量	观测数	平均值	标准差	变异系数	最大值	最小值
AccessE	2084	0.43	0.24	0.56	1.35	0.20
InformE	2084	0.70	0.17	0.24	0.99	0.30
EBIT(%)	2084	11.36	10.14	0.89	42.86	-24.77
Qckrt(%)	2084	2.85	3.88	1.36	25.81	0.28
Grow(%)	2084	20.33	27.01	1.33	128.04	-37.30
CF(%)	2084	97.61	17.34	0.18	134.32	44.30
Fixass(%)	2083	22.35	13.47	0.60	59.52	0.58
Size	2084	21.37	0.77	0.04	23.78	19.76
Bankrt _{t-1} (%)	1811	40.37	26.92	0.67	88.79	0.00
Accbondprt _{t-1} (%)	1811	39.63	23.04	0.58	90.86	4.43
Othaccprt _{t-1} (%)	1811	6.36	8.83	1.39	52.64	0.10

资料来源:本文设计整理

2. 金融排斥对中小企业财务结构的效应结果分析
 本文主要关注评估排斥、地理排斥与技术条件

排斥指标的回归系数及显著性,具体结果如表3所示。

表3 金融排斥与中小企业财务结构回归结果

模型变量	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8	模型9
	Bankrt	SHD	LOD	Accbondprt	Othaccprt	TD	STD	L/T	ReEarn
金融排斥指标(EI)									
EvaluativeE	0.0500** (1.9970)	0.0607** (2.5160)	-0.0107** (-2.8180)	-0.0288* (-1.4550)	0.0042* (1.3330)	0.0274** (2.1840)	0.0380*** (2.9200)	-0.0126* (-1.6420)	-0.0049* (-1.4550)
AccessE	-0.1322* (-1.7380)	-0.2039*** (-2.7840)	0.0718* (1.8060)	0.0415* (1.9100)	0.0345* (1.9100)	0.0874** (2.2970)	0.0565* (1.4320)	0.0799* (1.3460)	-0.0509* (-1.5720)
InformE	0.0004* (1.6450)	0.0001* (1.1820)	0.0003* (1.8980)	-0.0001** (-2.2600)	-0.0003* (-1.8940)	-0.0004* (-1.4010)	-0.0004* (-1.2110)	0.0001** (2.0319)	0.0004* (1.6500)
控制变量(Z)									
EBIT	-0.0002 (-0.6430)	-0.0004* (-1.3260)	0.0002* (1.2150)	0.0002*** (5.7600)	-0.0004** (-2.3630)	-0.0019*** (-11.1500)	-0.0014*** (-8.2200)	-0.0003* (-1.0630)	0.0018*** (12.6200)
qckrt	-0.0131*** (-10.9600)	-0.0132*** (-11.4600)	0.0001 (0.1530)	0.0065*** (6.8540)	0.0012** (2.0180)	-0.0042*** (-6.9600)	-0.0048*** (-7.7220)	0.0038*** (4.0840)	0.0001 (0.2480)

模型变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9
	<i>Bankrt</i>	<i>SHD</i>	<i>LOD</i>	<i>Accbondprt</i>	<i>Othaccprt</i>	<i>TD</i>	<i>STD</i>	<i>L/T</i>	<i>ReEarn</i>
<i>Grow</i>	-0.0001* (-1.1280)	-0.0001 (-0.7740)	-0.0001 (-0.7300)	0.0001*** (3.8400)	0.0001* (1.0904)	0.0002*** (3.0280)	0.0002*** (3.7220)	-0.0006* (-1.6050)	-0.0002*** (-3.2780)
<i>CF</i>	-0.0001 (-0.3720)	0.0001 (0.0503)	-0.0001 (-0.8050)	0.0005** (2.0210)	-0.0001 (-0.7850)	0.0001 (0.2820)	0.0001 (0.3020)	0.0001 (0.2010)	-0.0005*** (-3.8670)
<i>Fixass</i>	0.0011* (1.9100)	0.0005 (0.9510)	0.0006* (1.9020)	-0.0012*** (-2.7290)	0.0004* (1.4790)	0.0025*** (8.8450)	0.0023*** (7.8570)	-0.0001 (-0.1990)	0.0001 (0.4160)
<i>Size</i>	0.0716*** (4.3390)	0.0472*** (2.9710)	0.0244*** (2.8250)	-0.0767** (-5.8810)	0.0092*** (1.1140)	0.0895*** (10.8400)	0.0524*** (6.1220)	0.0568*** (4.4090)	0.0131* (1.8670)
<i>Bankrt_{t-1}</i>	0.1165*** (3.0310)	0.0835** (2.2550)	0.0330* (1.6420)	-0.0196 (-0.6460)	0.0198* (1.0310)	-0.0066 (-0.3450)	0.0430** (2.1530)	-0.0768** (-2.5600)	-0.0120 (-0.7360)
<i>Accbondprt_{t-1}</i>	0.1136** (2.4180)	0.0829* (1.8320)	0.0307* (1.2500)	0.0650* (1.7530)	0.0147 (0.6280)	-0.0577** (-2.4560)	0.0061* (0.2500)	-0.1026*** (-2.7970)	0.0319* (1.5950)
<i>Othaccprt_{t-1}</i>	0.3095*** (4.7700)	0.2720*** (4.3520)	0.0375* (1.1050)	0.0021 (0.6415)	-0.1337*** (-4.1270)	-0.0308 (-0.9470)	0.0180*** (0.5360)	-0.0710* (-1.4010)	0.0431* (1.5630)
常数项	-1.1884*** (-3.3280)	-0.6668* (-1.9380)	-0.5217*** (-2.7950)	1.9765*** (7.0070)	-0.1331 (-0.7470)	-1.5694*** (-8.7800)	-0.8707*** (-4.6980)	-1.0512*** (-3.7700)	-0.0906 (-0.5960)
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Hausman 检验	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应
<i>F</i>	3.3600***	4.7100***	6.4200***	3.0200***	2.6700***	14.4800***	11.8900***	4.6500***	13.1400***
<i>R</i> ²	0.1339	0.1313	0.0326	0.1310	0.0370	0.3604	0.2367	0.0911	0.1495
企业数量	553	553	553	553	553	553	553	553	553
样本量	1811	1811	1811	1811	1811	1811	1811	1811	1811

注：*、**、*** 分别代表了 10%、5% 和 1% 的显著性水平；Hausman 检验标准为 $p > 0.05$ 时选择随机效应模型，否则，选择固定效应模型；括号内的数值为 T 值

资料来源：本文设计整理

由表 3 中模型 1 ~ 模型 3 的相关结果可知，金融排斥指标中，评估排斥与技术条件排斥的减缓有助于银行融资水平的改善，而地理排斥的减缓则对银行融资的改善效果有限。具体而言，评估排斥与短期银行融资显著正相关，与长期融资显著负相关。原因可能在于，中小企业通过银行机构融资主

要解决流动资金需求问题，评估排斥指标主要是企业户均票据融资，票据融资属于短期负债，因此，单位中小企业银行承兑汇票额的增加对企业短期融资水平改善作用显著，而对长期融资改善效果有限。技术条件排斥的改善有助于促进短期银行融资和长期银行融资水平的改善，原因可能在于，企

业信息技术应用水平提高有助于健全银行与企业之间的沟通机制,从而有助于改善企业融资环境。对地理排斥而言,其与银行长期融资显著正相关,而与短期融资显著负相关。这一结果表明,随着金融地理环境的改善,对中小企业长期融资环境的改善效果显著,而对短期融资的改善效果有限。

表3中模型4、模型5测度了金融排斥对非银行融资的作用效果。结果显示,金融排斥程度的改善在一定程度上降低了非银行融资占比。其中,评估排斥的改善有助于商业信用融资份额的降低,企业技术应用水平的改善会带来商业信用与民间融资占比不同程度地下降。与此不同,地理排斥与非银行融资占比显著正相关,表明依靠金融机构密度的增加不能满足中小企业的融资需求,需要非银行融资进行补充。

综合金融排斥对不同外源融资渠道的作用效果,金融排斥对中小企业负债率与内源融资的回归结果如表3中模型6~模型9所示。对评估排斥而言,中小企业户均票据增加有助于银行融资水平提升,尤其对短期银行融资提升效果显著,而不利于长期融资改善;对非银行融资表现为有助于减小商业信用比例,对民间融资的抑制作用有限。因此,在企业债务水平上,表现为总债务率与短期债务率提升,以及内源融资占比降低,而对长期债务结构的改善效果有限。对地理排斥而言,金融机构分支网点分布密度增加有助于长期银行融资占比提升,而非银行融资占比并没有随金融机构分布密度增加而降低;在债务水平上,地理排斥的缓解有助于中小企业债务水平增加,并且降低了内源融资比例。由此可见,地理排斥减缓对中小企业债务水平的提升作用主要源自非银行融资占比上升。对技术条件排斥而言,企业信息技术应用程度增加有助于银行融资环境改善,显著降低了企业对非银行融资的依赖程度;在债务水平上表现为总债务率、短期债务率降低,以及债务期限结构显著改善,并且增加了内源融资占比。这一结果表明,企业技术应用程度提升对企业债务水平降低效应主要源自非银行融资占比下降。

企业自身财务变量和财务结构的回归结果与杨其静、李小斌(2010)的结论一致,即优序融资理论与权衡理论均不能完全解释我国中小企业板上市公司的财务结构特点。例如,控制变量中,中小企业成长性对企业总债务率与短期负债率的影响效应显著为正,而对债务期限结构和留存收益比率显著为负。具体而言,企业的高成长性会使留存收益减少,促使企业借贷(Myers,1977),符合优序融资理论,并且从融资渠道来看,高成长性的企业外源融资主要选择非银行融资,而成长性对债务期限结构的影响则符合权衡理论,由于逆向选择的存在,小企业会冒风险提高企业增长率,从而增加了企业长期借贷成本,表现为企业成长性对长期负债有约束作用。企业规模与流动性均与债务期限结构显著正相关,表明资产规模与流动性的增加有助于提升企业长期债务水平,这一结果与Ozkan(2001)的研究结论相符,可以用权衡理论来解释,即资产规模和流动性与违约风险发生的概率负相关(Gruber & Warner, 1977; Marsh, 1982)。其中,流动性与短期债务率和总负债率均为显著负相关,考虑到中小企业融资需求主要是流动资金需求(史建平等,2010),对于流动性越高的企业,总负债与短期负债均有减小的倾向。与流动性不同,企业担保能力对债务率、短期债务率有显著增加的效应,这一结果与Hall等(2000)的研究一致,符合权衡理论,即固定资产占比较高的企业担保能力较强,违约率较低,从而显著提升了企业债务水平。盈利性指标与总债务率、短期债务率均显著负相关,与内源融资呈显著正相关,符合优序融资理论,即盈利更多的公司融资较少,其资金更多由内源融资提供,这一结论与Michaelas等(1999)的研究结论相符。综上,对企业自身条件而言,企业规模、资产担保能力的提升对企业债务水平与银行融资的改善作用显著,企业规模与流动性增加对企业融资期限结构的改善效果显著。然而,企业规模、资产担保能力、流动性与民间融资显著正相关,这一结果表明,企业规模、担保能力、流动性的提升不能完全满足中小企业融资需求,需要民间融资进行补充。

概括而论,评估排斥的减缓通过银行融资、短期银行融资环境的改善,降低了中小企业对商业信用的依赖程度,总体上有利于企业债务水平的提升,降低内源融资比例。技术条件排斥程度的改善尽管有助于银行融资水平提升以及非银行融资水平降低,但其与企业负债率呈负相关关系,这一结果表明,随着企业技术应用程度的提升,商业信用与民间融资同时降低导致企业债务水平呈下降趋势,需要内源融资进行补充。地理排斥缓解对银行融资的改善效果集中在长期融资上,与非银行融资显著正相关。在两方面的共同作用下,企业债务水平有提升效应。与企业自身条件相结合,要改善企

业银行融资水平,提升企业财务结构,一方面,需要金融排斥指标与企业自身条件相互配合,提升银行融资获取能力;另一方面,规范并适当鼓励非银行融资的发展,与正规金融机构共同改善企业融资难的现状及财务结构。

3. 进一步分析

出于稳健性考虑,本文还用地区变量进一步检验上述关系。本文以中西部地区为对照组,加入地区虚拟变量,测度了我国东部和中西部地区^①中小企业金融排斥与企业财务结构的关系,结果如表4所示。

表4 金融排斥、地区变量与中小企业财务结构回归结果^②

模型变量		金融排斥指标 (EI)			年份固定效应	Hausman 检验	F	R ²	企业数量	样本量	
		EvaluativeE	AccessE	InformE							
模型 1	Bankrt	东部	0.0246 ** (1.4840)	-0.0178 * (-1.1250)	0.0007 * (1.6020)	控制	固定效应	3.3100 ***	0.1460	553	1811
		中西部	0.0249 ** (1.5200)	-0.1180 * (-1.3120)	-0.0001 (-1.1250)						
模型 2	SHD	东部	0.0037 ** (1.0761)	-0.0590 * (-1.4310)	0.0003 * (1.3470)	控制	固定效应	4.6500 ***	0.1500	553	1811
		中西部	0.0567 ** (1.2330)	-0.1770 ** (-2.0480)	-0.0001 (-1.0906)						
模型 3	LOD	东部	0.0209 ** (0.7840)	0.0412 * (1.5500)	0.0003 * (1.5130)	控制	固定效应	6.2900 ***	0.0310	553	1811
		中西部	-0.0318 ** (-1.2650)	0.0589 * (1.2460)	-0.0001 (-0.0724)						
模型 4	Accbondprt	东部	-0.0351 * (-1.8710)	0.0700 * (1.6180)	-0.0003 * (-1.3200)	控制	固定效应	2.9900 ***	0.1370	553	1811
		中西部	0.0014 * (1.0369)	0.0312 * (1.4360)	0.0001 * (1.0960)						

^①按照国家统计局地域划分,东部地区包括北京、天津、上海、浙江、江苏、广东、山东、辽宁、河北、福建、海南 11 个省份,中部地区包括山西、河南、安徽、江西、湖南、吉林、黑龙江、湖北 8 个省份,西部地区包括重庆、宁夏、内蒙古、云南、陕西、四川、广西、西藏、新疆、甘肃、贵州、青海 12 个省份。

^②篇幅所限,控制变量的回归结果在此省略汇报,有兴趣的读者可以向作者索取。

模型变量		金融排斥指标(EI)			年份 固定 效应	Hausman 检验	F	R ²	企业 数量	样本量	
		EvaluativeE	AccessE	InformE							
模型 5	Othaccprt	东部	0.0523 ** (2.0610)	-0.0135 ** (-2.1890)	-0.0008 ** (-1.4470)	控制	固定效应	2.6500 ***	0.0490	553	1811
		中西部	-0.0386 * (-1.6130)	0.0410 ** (2.9100)	0.0001 * (1.2800)						
模型 6	TD	东部	0.0227 * (1.9160)	-0.1480 ** (-2.1000)	-0.0003 * (-1.0554)	控制	固定效应	14.6500 ***	0.3860	553	1811
		中西部	0.0213 * (1.9010)	0.1570 *** (3.5260)	-0.0001 (-1.6610)						
模型 7	STD	东部	0.0323 * (1.2450)	-0.1280 ** (-2.2960)	-0.0003 * (-1.4780)	控制	固定效应	11.9900 ***	0.2690	553	1811
		中西部	0.0245 * (1.9970)	0.1680 *** (2.7780)	-0.0001 * (-1.2720)						
模型 8	L/T	东部	0.0032 (0.0807)	0.0504 * (1.4510)	0.0001 * (1.0157)	控制	固定效应	4.5600 ***	0.1000	553	1811
		中西部	-0.0187 * (-1.498)	0.0683 * (1.9690)	-0.0001 * (-1.0545)						
模型 9	ReEarn	东部	-0.0138 * (-2.6930)	0.0988 ** (1.9730)	0.0002 * (1.0461)	控制	固定效应	14.9600 ***	0.2890	553	1811
		中西部	-0.0058 (-1.3070)	-0.1100 *** (-2.7960)	0.0001 * (1.3630)						

注：*、**、*** 分别代表了 10%、5% 和 1% 的显著性水平；Hausman 检验标准为 $p > 0.05$ 时选择随机效应模型，否则，选择固定效应模型；括号内的数值为 T 值

资料来源：本文设计整理

由表 4 模型 1 ~ 模型 3 可得，评估排斥与地理排斥对银行融资的作用没有显著的地区差异，而技术条件排斥的地区差异显著。以中西部地区为对照，企业技术应用水平增加对东部地区银行融资改善更显著，这可能与东部地区经济较为发达，信息技术应用程度较高有关，结果表明，要增加技术条件排斥对银行融资的作用效应，需要加强中西部地区企业的基础信息技术建设，增加中西部地区银行融资对技术条件排斥的敏感性。综合地区变量的回归结果后，表现为技术条件与银行融资显著正相关，与表 3 结果一致。

表 4 中模型 4、模型 5 的结果显示，与东部地区

相比，金融排斥程度减缓对中西部地区非银行融资降低效果有限。根据中西部地区非银行融资的回归系数可得，除了评估排斥对民间融资的回归系数显著为负之外，金融排斥与中西部地区非银行融资系数均呈显著正相关。原因可能在于，中西部地区企业对非银行融资的依赖程度较高，因此，金融排斥程度降低并没有带来中西部地区非银行融资占比降低。由此可见，改善中西部地区中小企业融资环境，对于降低该地区中小企业对非银行融资的依赖程度有重要意义。

综合中小企业金融排斥对各融资渠道的作用，不同地区中小企业金融排斥与企业债务比率的关系

系回归结果如表4中模型6~模型9所示。其中,评估排斥与技术条件排斥没有显著的地区差异,而地理排斥的地区差异显著。地理排斥程度减缓有利于中西部地区债务水平上升以及内源融资降低,而对东部地区则表现相反,原因在于,地理排斥与中西部地区非银行融资均呈显著正相关,因此,金融机构分布密度增加对总债务率的提升主要源于中西部地区地理排斥作用。提升地理排斥对债务水平的作用效应,需要从加强金融机构建设与规范非金融机构发展两个方面入手,在改善地理排斥对企业银行融资以及短期银行融资效果的同时,发挥非银行融资的补充作用,最终提升企业财务结构。综上,中小企业金融排斥对企业财务结构的影响在一定程度上呈现出地区差异,综合不同地区中小企业金融排斥对企业财务结构的作用效果后,结论保持不变。这一方面加深了对表3结果的理解;另一方面说明本文的结论是稳健的。

4. 稳健性检验

为了保证研究的可靠性,除了上文中所采取的设置地区虚拟变量对回归结果进行检验外,本文还进行了如下测试。

(1)内生性检验。针对模型中金融排斥指标、企业自身变量(如盈利能力、成长性)与财务结构变量之间可能存在反向因果关系,本文对模型进行了GMM两步回归,与本文主检验(如表3所示)的结果没有发生实质性的改变,本文认为,模型的设定符合稳健性要求。

(2)改变缩尾程度。考虑不同极端值处理程度可能对结果造成影响,本文将主要连续变量由上下1%的Winsorize处理,调整为上下2%与3%,调整后实证结果与主检验基本一致。

(3)变量替代。为了保证技术条件排斥指标的稳健性,本文用工信部信息化推进司“区域‘两化’融合水平评估企业调查数据”中“信息化发展指数”替代“企业信息化应用指数”,重新进行了回归,得到的结果相比表3中结果没有发生实质性改变,说明本文所采用的技术条件排斥度量指标是稳健的。

(4)剔除“中小企业板”中银行融资占比较高的企业。由于银行融资占比较高的中小企业可能比融资困难的中小企业受到的金融排斥程度低,从而造成结果的偏差,本文剔除银行融资占比高于60%的企业(占企业样本总量的27.89%^①),回归结果与主检验结果基本一致,说明本文所采用的样本符合稳健性的要求^②。

六、研究结论与管理启示

1. 研究结论

本文研究结果显示,金融排斥减缓在一定程度上有助于中小企业财务结构改善。其中,评估排斥改善有助于银行融资占比提高,尤其是短期银行融资占比提高,显著降低了非银行融资中的商业信用占比,总体上,有助于企业债务水平提升以及内源融资水平下降;金融机构地理可及性提高与企业信息应用水平提升对企业期限结构的改善效果显著。换句话说,评估排斥会增加中小企业获取银行融资的难度,加重内源融资与非银行融资的比重。地理排斥与技术条件排斥则会造成中小企业债务短期化,使企业面临流动性风险、财务费用成本上升等问题,导致中小企业财务缺乏稳健性和可持续性,一旦遇到外部冲击,企业很容易陷入危机。2008年以来,受次贷危机、欧债危机以及我国经济新常态下经济增速放缓的影响,我国中小企业破产、“跑路”现象突出,这在一定程度上与金融排斥有关系,许多企业的银行短期融资需要偿还,只能依靠过桥贷款等民间融资获取资金,债务负担日趋严重,导致最终资不抵债。此外,企业技术应用程度增加对银行融资的改善以及非银行融资降低在东部地区中小企业中体现得更好,因此,需要加强中西部地区信息技术基础设施建设,提升中西部企业对技术条件排斥的敏感程度,增加技术条件排斥对企业财务结构的改善效果。由此可见,从金融排斥视角提出改善中小企业财务结构,实现中小企业财务稳健性的政策路径显得尤为必要。

2. 管理启示

^①资料来源:CSMAR数据库“中小企业板”数据。

^②篇幅所限,内生性检验、改变缩尾程度、变量替代以及改变样本范围的稳健性检验结果在此省略汇报,有兴趣的读者可以向作者索取。

基于本文的研究成果,对于改善中小企业财务结构有如下管理启示:

第一,评估排斥缓解有助于改善中小企业银行融资环境,减少企业从商业信用获取资金的比例,这会降低中小企业融资成本与融资风险,增加企业财务可持续性。规模小、融资风险大,缺乏有效的资产担保,这是造成中小企业面临评估风险的主要原因。为了缓解评估排斥,一是可以从增加中小企业担保机制,设立担保基金等入手,建立一个针对中小企业的担保体系,降低由于逆向选择导致的信息不对称,并在此基础上完善与担保体系配套的风险分担机制,化解担保风险;二是要引导和鼓励银行等金融机构建立科学有效的评估程序,建立可持续的银企合作关系。

第二,地理排斥与信息技术排斥缓解有助于中小企业银行融资期限结构改善,增加中小企业获取银行长期融资的能力。一是要加强金融机构建设,建立一批为中小企业服务的中小金融机构。近年来,尽管各商业银行推出一系列服务中小企业的金融产品,然而其改善融资的效果有限。大型金融机构与中小企业信息不对称程度高,阻碍了大型金融机构向中小企业放贷的动力,而中小金融机构对中小企业的了解程度高,这会降低逆向选择与道德风险,有效提升金融机构的地理可及性。二是要推进信息化云平台建设,改善企业信息技术应用程度,特别是加强中西部地区信息技术基础设施建设,增加该地区企业银行融资对技术条件排斥的反应敏感程度,减小技术条件排斥对银行融资的地区差异,增加企业财务稳健性。

第三,通过对比分析不同金融排斥指标对非银

行融资的作用效果及其区域差异,发现随着金融排斥程度改善,东部地区中小企业非银行融资水平显著降低,而对于中西部地区中小企业而言,非银行融资是其主要外源融资渠道,金融排斥减缓对中西部地区企业非银行融资的降低效果有限。因此,在拓展间接融资渠道的同时,规范并适度鼓励非金融机构等直接融资渠道的发展,创新金融产品,服务中小企业融资,这一方面可以形成与金融机构的竞争市场,增强银行类金融机构为中小企业融资的动力,提高金融机构地理可及性;另一方面,拓宽了中小企业融资渠道。近年来,随着网络借贷平台的出现,中小企业融资服务得到了提升。此外,中小企业规模、资产担保能力以及流动性提升在一定程度上有助于中小企业债务水平、债务期限结构以及银行融资环境改善。企业应从自身出发,提高信誉与内部管理,扩大企业规模、资产担保能力与流动性等,增加自身市场竞争力,提高融资获取能力,改善期限结构。

综合金融排斥对中小企业财务结构的效应分析可以发现,要提升中小企业融资可得性、改善企业融资期限结构,并最终提高中小企业财务稳健性,一方面,需要从减缓评估排斥、地理排斥与信息技术排斥入手,完善适合中小企业的担保机制、加强金融机构建设、推进信息化云平台建设,建立可持续的银企合作关系,完善银行信贷管理环节,提升企业信息技术应用程度;另一方面,需要进一步规范非正规金融的发展,拓展中小企业融资渠道,建立有效的、多层次融资体系。最后,建议提高企业资产担保能力与企业规模等自身条件,与缓解金融排斥相互配合,共同改善中小企业的财务结构,促进中小企业财务绩效稳健与可持续发展。

参考文献:

[1] Allen F, Qian J, Qian M. Law, Finance and Economic Growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77, (1): 57 - 116.

[2] Atanasova C V, Wilson N. Disequilibrium in the UK Corporate Loan Market[J]. Journal of Banking and Finance, 2004, 28, (3): 595 - 614.

[3] Bridgeman J S. Vulnerable Consumers and Financial Services[R]. The Report of the Director General's Inquiry, Office of Fair Trading, January, 1999.

[4] Cebulla A. A Geography of Insurance Exclusion: Perceptions of Unemployment Risk and Actuarial Risk Assessment[J]. Area, 1999, 31, (2): 111 - 121.

[5] Chakravarty S R, Pal R. Measuring Financial Inclusion: An Axiomatic Approach[R]. Indira Gandhi Institute of Development Research, Mumbai, March, 2010.

- [6] Collard S, Kempson E, Whyley C. Tackling Financial Exclusion: An Area-Based Approach [M]. Bristol: the Policy Press, 2001.
- [7] Fama E F, French K R. Testing Trade off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt [J]. Review of Financial Studies, 2002, 15, (1): 1 - 33.
- [8] Ge Y, Qiu J. Financial Development, Bank Discrimination and Trade Credit [J]. Journal of Banking and Finance, 2007, 31, (2): 513 - 530.
- [9] Gruber M J, Warner J B. Bankruptcy Costs: Some Evidence [J]. The Journal of Finance, 1977, 32, (2): 337 - 347.
- [10] Hall G, Hutchinson P, Michaelas N. Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs' Capital Structure [J]. International Journal of the Economics of Business, 2000, 7, (3): 297 - 312.
- [11] Hyytinen A, Pajarinen M. Small Business Finance in Finland: A Descriptive Study [R]. ETLA Discussion Papers, the Research Institute of the Finnish Economy (ETLA), 2002.
- [12] Kempson E, Whyley C. Kept Out or Opted Out? Understanding and Combating Financial Exclusion [M]. Bristol: The Policy Press, 1999.
- [13] Lemmon M, Zender J. Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories [J]. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2010, 45, (5): 1161 - 1187.
- [14] Leyshon A, Thrift N. Access to Financial Services and Financial Infrastructure Withdrawal: Problems and Policies [J]. Area, 1994, 26, (3): 268 - 275.
- [15] Leyshon A, Thrift N. Geographies of Financial Exclusion: Financial Abandonment in Britain and the United States [J]. Transactions of the Institute of British Geographers, 1995, 20, (3): 312 - 341.
- [16] Lind D, Marchal W, Wathen S. Statistical Techniques in Business and Economics with Global Data Sets [M]. McGraw-Hill Irwin, 2007.
- [17] Marsh P. The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study [J]. The Journal of Finance, 1982, 37, (1): 121 - 144.
- [18] Michaelas N, Chittenden F, Poutziouris P. Financial Policy and Capital Structure Choice in UK SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data [J]. Small Business Economics, 1999, 12, (2): 113 - 130.
- [19] Myers S C. Determinants of Corporate Borrowing [J]. Journal of Financial Economics, 1977, 5, (2): 147 - 175.
- [20] Myers S C. Financing of Corporations [J]. Handbook of the Economics of Finance, 2003, (1): 215 - 253.
- [21] Ozkan A. Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data [J]. Journal of Business Finance and Accounting, 2001, 28, (1 - 2): 175 - 198.
- [22] Proenca P, Laureano R M S, Laureano L M S. Determinants of Capital Structure and the 2008 Financial Crisis: Evidence from Portuguese SMEs [J]. Procedia-Social and Behavioral Sciences, 2014, (150): 182 - 191.
- [23] Panigyrakis G G, Theodoridis P K, Veloutsou C A. All Customers Are Not Treated Equally: Financial Exclusion in Isolated Greek Islands [J]. Journal of Financial Services Marketing, 2002, 7, (1): 54 - 66.
- [24] Rajan R G, Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data [J]. Journal of Finance, 1995, 50, (5): 1421 - 1460.
- [25] Rosen H S, Wu S. Portfolio Choice and Health Status [J]. Journal of Financial Economics, 2004, 72, (3): 457 - 484.
- [26] 陈道富. 我国融资难融资贵的机制根源探究与应对 [J]. 北京: 金融研究, 2015, (2).
- [27] 洪锡熙, 沈艺峰. 我国上市公司资本结构影响因素的实证分析 [J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2000, (3).
- [28] 黄贵海, 宋敏. 资本结构的决定因素——来自中国的证据 [J]. 北京: 经济学(季刊), 2004, (1).
- [29] 刘萍. 中国中小企业金融制度调查报告 [J]. 北京: 经济导刊, 2005, (4).
- [30] 李建军, 张丹俊. 中小企业金融排斥程度的省域差异 [J]. 北京: 经济理论与经济管理, 2015, (8).
- [31] 史建平, 杨如冰, 周欣. 中小企业商信用地位与资产规模相关性研究 [J]. 北京: 财贸经济, 2010, (11).
- [32] 王秀祥, 张建方. 中小企业财务结构与债务融资——基于浙江的实证研究 [J]. 北京: 管理评论, 2012, (7).
- [33] 肖泽忠, 邹宏. 中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好 [J]. 北京: 经济研究, 2008, (6).
- [34] 夏维力, 郭霖麟. 我国东、西部中小企业金融排斥状况研究 [J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2012, (4).
- [35] 尹志超, 钱龙, 吴雨. 银企关系、银行业竞争与中小企业借贷成本 [J]. 北京: 金融研究, 2015, (1).
- [36] 杨其静, 李小斌. 中小板企业财务结构的决定: 一个实证研究 [J]. 南京: 江苏社会科学, 2010, (1).

A Research on Financial Structure Effect of Financial Exclusion of SMEs in China

—Based on the Panel Data from SME Board

LI Jian-jun, ZHANG Dan-jun

(School of Finance, Central University of Finance and Economics, Beijing, 100081, China)

Abstract: Financial exclusion behaves as financing difficulty from the formal channels and high expense of financial resource from non-bank financing institutions. More precisely, due to severe financial exclusion, small and medium-sized enterprises (SMEs) tends to financing from both endogenous and non-bank fund-raising channels. And companies from SME board are characterized with lower debt ratio, higher short-term debt ratio and endogenous financing ratio compared to those from main board, which may affect their financial soundness. Therefore, we can find that financial exclusion influences the financial structure of different sized enterprises in different ways. It is questioned that the above particular financial structure effect of SMEs is caused by financial exclusion. And it is essential to find out the relationships between financial exclusion and financial structure of SMEs with the empirical test.

The reported researches on the influencing factors of corporate financial structure mainly focus on corporate interior condition of financial affair and institution perspective, which aims to find ways for improving the financing environment. And these works mainly focus on mainboard companies, rather than SME board enterprises. In addition, the researches on SME board are not universal as their research objects are limited to cross section or a single province. And it is essential to study the SMEs' financial structure from the perspective of financial exclusion. Based on the investigation results of enterprise financing structure and the theory of financial exclusion, this study constructs a relational model between financial structure and three financial exclusion indicators which aims to inspect the effects of financial exclusion on the SMEs' financial structure. The financial exclusion indicators are selected from the perspective of supply-side initiative exclusion and technical condition exclusion including assessment exclusion, access exclusion and information technology exclusion. The results indicate that the SMEs witness an improvement of financial structure with the slowdown in the degree of financial exclusion. Specifically, the improvement of assessment exclusion can significantly promote bank financing conditions and decrease non-bank ratio and endogenous ratio. And the increase of density of financial branch distribution and level of information technology application is helpful for the debt maturity structure. In other words, assessment exclusion results in bank financing difficulty and increases endogenous financing ratio and non-bank financing ratio, while access exclusion and information technology exclusion aggravate financing term structure. This makes SMEs confront with liquidity risk and the rising of financial costs, which may lead to a lack of financial soundness and sustainability. Once encountering exterior impulsion, the SMEs would fall into crises disastrously.

Meanwhile, this study provides a good guidance to the implementation of the improvement of SMEs' financial structure from the perspective of financial exclusion. On one side, SMEs guarantee mechanism, information cloud platform and informal institutions should be constructed. To reduce adverse selection, assessment exclusion can be improved by setting up mutually guaranteed bonds of SMEs and assessment procedure of financial institutions. The local medium and small financial institutions have comparative advantage to weaken the information asymmetry by moral hazard and adverse selection compared with the large financial institutions. Therefore, small and medium-sized financial institutions should be constructed in order to improve geographical accessibility. Moreover, we should propel the building of information infrastructure especially in central and western regions to push the process of enterprise information application. On the other side, non-financial institutions should be encouraged and developed to expand the financing channels for SMEs. Last but not the least, SMEs should take measures to improve their own quality initiatively, such as expanding business scale and enhancing asset backed capacity.

Key Words: SMEs; financial exclusion; financial structure effect

(责任编辑:弘毅)