

# 对我国中小企业融资渠道选择的 几点思考

□ 朱德胜

资金是企业的血液,能否以恰当的融资方式及时地筹措到所需资金,是企业健康发展的关键因素。随着中小企业在我国国民经济中的地位日渐提高,中小企业融资难的问题也越来越受到各界的关注。近年来虽然国家颁布了一系列扶持中小企业的政策法规,各地政府也在积极采取措施解决中小企业融资问题,但问题并没有得到根本解决。中小企业融资难不仅仅表现为贷款难,在股权融资、债券融资、合理利用民间资本等方面也都存在着一些有待解决的问题。中小企业如何选择自己的融资渠道仍是一个值得研究的课题。

## 一、内部融资、外部融资谁为先?

内部融资与外部融资相比,不需要实际对外支付固定的资本成本,这一点在“现金至上”的今天尤为重要。虽然从理论上讲,由于机会成本的存在使得内部融资成本大于债务融资,但是由于资金来源于企业内部,很少发生融资交易费用,因此,在国外企业的融资实践中,它是企业首选的融资方式。

我国中小企业目前内部融资比例与其他国家相比还比较高,除了上述原因外,另外一个原因是外部融资比较困难。但是应该看到,在美国和日本这样资本市场高度发达的国家,内部融资所占比例也都在25%以上。可见,融资难不是决定性因素。国外研究表明,中小企业主倾向于内部融资是出于企业所有权考虑,主要目的在于保持对企业的控制权。他们甚至认为,所谓的融资缺口从某种程度来讲还是中小企业主融资偏好的产物。现代资本结构理论认为,企业存在最优资本结构。资本结构理论为企业融资决策提供了有价值的参考,如果资本市场发达,交易成本低,企业就可以通过不同的融资渠道取得资金,寻找到一个最优资本结构。只要资本是自由流动的,一个符合配置效率的均衡融资结构就会产生。有关融资的另外一个理论是:经理在融资时遵循一定的融资顺序,首选内部资金,其次是各种债务融资,最后才是普通股融资。但是,我们对资本结构了解得很

少——并且我们的理论无法完美地解释实际的融资行为,要想解释企业资本结构的决策过程就必须使用除了公开信息之外的其他一些信息,这些信息往往被认为是私人的。实证研究表明,在家族企业中,所有者的目标以及企业计划在融资决策中起着决定性的作用,企业负债多少,在很大程度上取决于保护所有权的考虑。笔者认为,我国中小企业特别是国有中小企业,应该充分重视内部融资,只有提高自身的积累能力,才能面对市场日新月异的变化。

## 二、间接融资、直接融资谁为主?

现代经济社会中企业仅靠内部积累是难以满足资金需求的。当内部资金不能满足需要时,企业就只能选择外部融资。外部融资又分为直接融资和间接融资。现代西方融资理论认为,解决企业的资金问题应当以间接融资为主、直接融资为辅。但是这一理论并不完全适用于中小企业,更不能简单地移植到我国。

首先,从我国目前的经济背景来看,改革开放20多年来,中国的国民收入分配已发生根本性变化,城乡居民已成为资金的主要供给者,因此,居民的金融资产选择偏好对企业融资就有着决定性的影响。从当前来看,银行利率虽然一降再降,仍然无法改变国人长期以来形成的重保值轻增值的价值理念。居民以银行储蓄存款的形式持有绝大部分金融资产,决定了企业的资金融通活动需要通过银行,也就是以间接融资的方式来进行。另一方面,我国市场化程度较低,信息披露不充分,市场发育不健全。在这种情况下,直接融资发展过快将造成很大的风险。

其次,还应该看到,即使在美国这样完善的资本市场国家,中小企业在进行外部融资时也更倾向债务融资。原因并不在于小企业主缺乏对债务融资和股权融资所引起的不同现金流量的认识。关键的问题在于中小企业主并不知道如何规划他们的融资计划。由于缺少计划,方便、快捷的贷款自然就成为企业的首选。我国中小企业还是以传统的劳动密集型企业为主,真正意义上的高科技中小企业并不多。而

国外的二板市场和风险投资主要是为这些企业设立的,在承担高风险的同时也有可能获得高收益。另外,直接融资对中小企业而言存在信息披露成本高、投资者要求高回报的特点,中小企业必须支付很高的资本成本。这种高成本只有那些高收益(同时往往也是高风险)的中小企业才能支付。因此,要想依靠创业板市场和风险投资来解决我国中小企业融资问题是不现实的。

就是在我国资本市场十分发达的将来,就融资总体规模来说,间接融资通常也会大于直接融资。但是,对于那些市场潜力大、产品科技含量高、成长性好的“强势”企业,在其快速发展时期需要大量的资金,单纯依靠内部融资和银行贷款根本无法满足其发展的需要,这就需要发展多层次的资本市场。另外,直接融资与间接融资不同,它的意义不仅是解决中小企业特别是高科技企业的资金需求问题,还在于可以帮助整个企业制度乃至国家经济管理制度的创新,并为风险投资和“天使投资者”(风险投资者)提供一个方便的退出通道。因而,在提倡以间接融资为主的同时,也应该积极探索发展直接融资。二者的有机结合,才能有效地推进我国中小企业的健康发展。

### 三、非正式渠道融资如何看?

目前,非正式渠道融资主要有以下几种形式:一是企业职工集资,即向企业职工发行股权证或是集资券;二是社会集资,即向企业外部的个人或者其他法人单位筹集资金;三是由一些基层单位出面举办的集资活动。实际上,这些非正式融资就相当于国外的私募,它被定义为无须经由政府监管部门审核或注册的、非公开募集证券性资本的活动。在美国,私募有着严格的规定:首先,任何私募的范围只限于具有一定资格的投资者和一定数量的普通投资者。所谓具有

一定资格的投资者是指资产超过500万美元的银行、保险公司、基金及其他公司等投资机构和年收入超过30万美元的富裕家庭、年收入超过20万美元的富有个人,普通投资者虽然不具备上述条件,但应该有相关知识和风险判断能力,且数量不能超过35名;其次,私募不能公开通过广告、募集说明书等形式来推销证券和募集资金。

在我国目前资本市场还不发达的情况下,非正式渠道融资发挥了很大作用。我国一些民营和乡镇企业的崛起在很大程度上依赖私募资金。但是,由于我国目前的法律体系中并没有有关私募的概念,再加上对于民间金融活动的风险性和诈骗性的过度担忧,私募一直处于地下或半地下状态,没有得到很好的规范和发展。然而,中小企业纷纷从非正式渠道筹资说明了私募有其存在的必要。因此,我们应该重新审视有关政策,采取一些措施,适度发展我国的私募市场:首先要对私募的法律概念及其合法范围,私募规模、集资形式、还款期限、利率及资金投向等做出详细规定。其次,允许以私募方式设立股份有限公司。在美国,原则上一美元、一个人就可以设立股份有限公司。我国对股份有限公司的设立很严格,规定了股份有限公司注册资本的最低额(1.000万元人民币),规定了自然人以发起方式设立股份有限公司时,发起人必须多于5人,而以募集方式设立股份有限公司时,又必须公开募集,加大了设立股份有限公司的难度,对中小企业的发展是不利的。第三,证券化和流动化是资本市场不可阻挡的大趋势,私募资本也不例外。我们可以考虑允许所有股份制企业的股权到各地方性证券交易市场进行转让、出售,同时对部分管理层股东的自然人股权流通进行必要的限制,以防损害其他股东利益。

(作者单位:南开大学国际商学院)

责任编辑 闵超

·启事·

## 本刊开展2003年度优秀文章评选活动启事

为了充分调动作者和读者的积极性,加强作者、读者和编者之间的联系,把《财务与会计》办得更好,本刊开展2003年优秀文章评选活动。具体评选办法如下:

1. 评选范围:所有在2003年《财务与会计》上发表的文章(不论长短,不限体裁)。

2. 优秀文章奖励办法:设一等奖2名(获一等奖,选票须超半数),奖金每篇2 000元;二等奖5名,奖金每篇1 500元;三等奖10名,奖金每篇1 000元。

3. 奖项的产生办法:以读者投票评选为基础,根据得票的高低确定奖励名次;同时设专家评审委员会(5—10名)进行复审。

4. 读者奖励办法:设优秀读者奖100名,从参加投票

的读者中随机产生,每位奖金100元;设热心读者100名,每位赠送《走进会计的日子》一本。如随函附寄评刊意见与建议,将在适当时候在本刊择优刊出。

5. 编辑部给所有获奖作者颁发证书。

6. 评选活动时间。读者寄回选票(邮编:100036;通讯地址:北京187信箱《财务与会计》编辑部;联系人:刘黎静。选票上请注明刊期、篇名、作者姓名)的截止期为2004年3月31日。

我们衷心期望广大读者热情参加这次评选活动,评出您心中的优秀文章。

《财务与会计》编辑部