

编者按

融资是现代企业发展的重要条件。在一定约束条件下,寻求融资成本最小化的资本结构,是实现企业价值最大化目标的一个重要方面。科技型中小企业随着生命周期的变化,所需要的融资渠道及融资方式不同。专家建议,政府应根据其变化给予相应的支持与指导,科技型中小企业应该根据其自身优势选择相应的融资策略。

# 现代融资理论与中小企业融资问题

► 武汉大学经济与管理学院 张秀生 余爱军



务融资的比重下降,股权融资比重上升,部分优秀的中小企业成长为大企业。金融成长周期理论表明,在企业成长的不同阶段,随着信息、资产规模等约束条件的变化,企业的融资渠道和结构也随之变化。其基本规律是,越是处于早期成长阶段的企业,外部融资的约束越紧,渠道也越窄;反之亦然。因此,企业要顺利发展,就需要有一个多样化的金融体系来对应其不同成长阶段的融资需求。

金融成长周期理论是在对前述诸多理论不断修正的基础上,不断得以发展和完善的。金融

成长周期理论从长期和动态的角度较好地解释了中小企业融资结构的变化规律,其基本规律也适用于我国中小企业的融资。研究表明,在我国中小企业的不同发展阶段,融资结构存在周期性变化,正式和非正式金融、股权融资和债权融资随着中小企业所处的不同成长阶段而发生着变化。

在中小企业发展之初,信息不对称程度相当大,导致中小企业与外部融资者交易效率很低,极易产生机会主义行为,融资双方享受分工所带来的收益远不能补偿交易失败带来的风险。在这

一阶段,中小企业除内部信息掌握者的投资外无其他融资渠道。随着企业的发展,信息不对称程度减轻,但机会主义行为依然存在,此时外部投资者可通过增加外生交易费用来控制内生交易费用。在企业发展到能利用正式金融市场和资本市场的阶段时,其外生交易费用达到最高水平,内生交易费用降至最低水平。由此可见,中小企业融资方式呈现出一个明显的演进过程。

通过上述分析,笔者认为,以金融成长周期理论为基础,建立和完善一个多层次的融资体系,能有效解决中小企业融资的困境。建议从以下几方面入手:

第一,放松金融市场的准入管制,让更多面向中小企业的地方性中小金融机构和民间金融市场得到规范与发展,以降低中小企业融资过程中的信息不对称程度,减少规模歧视。这不仅可从根源上解决中小企业融资难问题,而且金融市场竞争机构的增强也有助于推动国有金融机构的改革与创新。

第二,拓展资本市场,重点解决中小企业的创业融资问题。中小企业板的推出,为我国中小企业开辟了一条有效的直接融资通道。鉴于创立初期是中小企业融资最为困难的阶段,政策设计应重点解决企业的创业融资问题。要以完善中小企业板市场、推出创业板市场为契机,推动各类低端资本市场(如股票和企业债券的场外交易市场等)的发展,改变中小企业过度依赖债务融资以及权益资本比率偏低的状态。

第三,为中小企业融资创造良好的信用制度环境,尽快建立覆盖全社会的征信制度和中小企业信用担保体系,营造守信受益、失信受惩的良好社会风气,并帮助中小企业建立较为规范的财务管理制度。

## 把握生命周期 创新科技型中小企业融资环境

► 西南财经大学中国金融研究中心 汤继强

科技型中小企业在建设创新型国家中扮演着十分重要的角色。根据企业融资的生命周期理论,处于不同发展阶段的科技型中小企业融资模式有着不同的特点,把握其特点,为企业创造良好的融资环境,将促进科技型中小企业的发展,进而加快创新型国家建设。

### 企业融资模式随生命周期变化

初创期:内源融资+政府扶持资金。初创期的企业很难从商业银行获得资金,也不易获得风险投资,企业主要依靠所有者的资本投入,也可通过寻求合作者获得资金。

成长期:吸引风险投资。风险投资可以在企业发展的不同时期分期注入资本,获得一定股份或认股权,并指导企业规范经营、制定发展战略、联系业务伙伴,但不干预日常经营。通过创业者或管理层持股等方式设立激励性很强的报酬体系,与企业形成一种利益共生关系,发挥创业者的积极性和天赋,弱化融资中的逆向选择行为和融资后的败德行为。视公司发展状况,风险资金从小到大大分期投入,资金风险可控,从而降低了融资的风险和成本。

扩张期:债权融资比重上升。债权融资包括中小企业打包贷款、企业债券融资等。处于扩张期的企业资产规模较大,业务记录较完备,信息透明度进一步提高,信用评价工作在这一阶段可以开展。技术风险在前两个阶段已基本解决,但市场风险和管理风险加大。此时由于企业已符合商业银行的贷款要求,可以获得商业贷款,因此企业融资以债权融资为主,风险投资比重下降。由于企业市场风险和管理风险较大,不一定符合资本市场直接融资的要求,因此股权融资比重还很小。

成熟期:股权融资+改制上市。股权融资是通过创业投资引导基金,积极鼓励和吸引社会资本投资科技型中小企业,并鼓励处于成熟期的科技型中小企业上市融资。进入成

熟期后,随着企业规模的扩大,企业盈利的增加,各方面管理制度的完善,企业融资渠道的选择也逐步增加。这时,由于盈利的增加,企业有能力增加自身积累,将盈余转化为资本。同时,商业银行也愿意在这个时期为企业提供贷款,企业可以通过银行贷款来获得资金。符合条件的企业还可选择上市或发行债券来筹集资金。

从上面的分析中可以看出,企业从初创期、成长期、扩张期到成熟期,就像一步一步在阶梯上迈进,每一步都需要不同的融资战略。具体表现为处于不同发展阶段的科技型中小企业有着不同的融资需求和融资方式,因此,可以根据科技型中小企业随着生命周期的变化所需要的融资渠道及融资方式的不同,提供不同的融资服务,以满足处于不同发展阶段的科技型中小企业的不同融资需求。

### 多方面入手营造良好融资环境

政府应从以下方面给予支持与指导,为企业提供良好的融资发展环境:

构建促进我国科技型中小企业发展的融资支持体系。相关法律法规不健全、规模不经济、信息不对称等造成了中小企业外源融资比大企业高得多的交易成本,这时政府公共服务的作用就开始凸显。目前关于我国科技型中小企业的金融支持,有侧重信贷支持与市场支持两种观点。侧重信贷支持的观点认为,由于信息不对称是制约科技型中小企业的重要因素,而地方性中小银行在对科技型中小企业贷款中具有信息优势,因此应大力发展中小银行和金融机构来解决科技型中小企业的融资问题。侧重市场支持的观点则认为,我国目前的主板市场主要服务于国有企业,应创立二板市场为科技型中小企业提供融资渠道。这两种观点都有其合理性。一方面,应增设地方性中小银行,包括服务于科技

型中小企业的政策性银行,增强银行体系的竞争性,同时现有银行体系应在贷款模式、贷款工具等方面进行创新;另一方面,构建多层次资本市场体系,包括创业板市场、场外交易市场等。

信贷配给理论证明,信用担保体系有助于解决银行对中小企业的信贷配给问题。造成信贷配给的原因在于贷款人和借款人之间存在着信息不对称,贷款人无法甄别不同借款人之间的风险差异,从而对不同类型借款人的贷款实行配给,导致部分客户难以获得贷款。随着第三方担保机构的出现,可以通过专业化经营信息资源和专门技术的研究开发,降低信息搜集与处理成本,减少银行的风险,使其可以对以前配给的客户进行放贷,达到缓解中小企业融资难的目的。我国应完善信用担保体系,为科技型中小企业融资提供更大的资金支持。

加快征信体系的发展。我国征信系统的建设较为滞后,在一定程度上限制了信用担保体系的发展。由于我国企业征信系统统计的信息较为狭窄,征信系统对企业的评价并不能得到银行的认同,因此银行在对中小企业发放贷款时往往并不采用征信系统的信息,而是单独对企业进行评价。这一方面影响了中小企业的信贷可获得性,另一方面增加了银行和企业的成本。因此,加快征信体系的建设对提高中小企业的信贷可获得性有很重要的意义。

加快电子政务建设。政府可把信息资源开发与地方经济发展密切结合在一起,通过电子政务建设为企业提供更好的信息服务。主要包括:打造网上政务平台,使公众和企业及时了解有关政策信息;打造企业服务平台,为企业采购、销售、技术改造等提供信息服务;打造网上招商平台,为企业免费提供招商引资、技术合作和产品销售等服务;打造为民服务平台,通过提供网上咨询、投诉、查询和监督等服务为企业营造良好的发展环境。

## 高新技术企业要善于借助优势融资

► 麦孔

现代公司财务理论认为,融资是企业生产经营、对外投资和调整资本结构的需要。对高新技术企业来说,选择融资策略十分重要。

高风险性是高新技术企业的本质特征,也是决定其发展的关键因素。高新技术企业的风险包括两个层面:一是损失的可能性;二是企业发展终止的可能性。这些风险中,最突出的是技术风险和市场风险。技术风险是指在新产品研制和开发过程中,由于技术失败而引致的损失,技术风险存在于高新技术企业发展的各个阶段。市场风险是指技术创新带来的新产品能否被市场接受,能否取得足够的市场份额。高新技术企业的市场风险主要表现为:产品市场容量不确定,新产品的需求规模预测通常不可靠;即使有需求,企业市场开拓和竞争的结果也不确定,成功的市场开发取决于正确的策略、足够的投入以及全体营销人员的创造性工作等一系列因素。

高投入是高新技术企业的又一特征。美国IBM公司在1980-1984年间的电子计算机开发费用和基建投资为280亿美元,相当于20世纪40年代美国研究原子弹的曼哈顿计划全部费用的14倍。在高新技术企业发展的各个阶段,除R&D投资外,企业开办费用、市场营销、人员培训等都需要大量资金投入。企业具有一定规模后,往往需要进一步投入资金,这一时期的资金需求量一般在数百万到千万美元之间。

高新技术企业进行融资决策时,既要考虑融资成本、代理成本等因素,更要结合自身所处的发展阶段,选择金融工具。在研究开发、创业和早期成长阶段,企业收入不及支出,一直处于亏损状态,但由于开发产品、拓展市场、培训人员的需要,有较大的资本需求。企业只能寻找外部资金来源。

在加速成长期,企业已达到收支平衡点,开始有所积累,但累计利润尚未弥补以前年度的净损失,而且企业发展也到了极为关键的时刻。

企业面临的技术风险结构变化,新产品开发风险下降,但市场风险和产业化风险却大大提高。这一阶段,资金需求急速增长,即使内部留存收益增长较快,也不能满足发展的需要。

直接融资主体追求较高的投资收益,也愿意承担较高的风险,是金融市场上的“风险爱好”者;间接融资主体则倾向于承担较低的风险,只获取稳定的收益。直接融资和间接融资这种对风险的偏好性决定了高新技术企业应以直接融资为主。

在企业发展的早期阶段,风险因素多,收入不确定性大,与商业银行的贷款原则有很大出入。商业银行是典型的“风险厌恶”者,其青睐的对象是发展成熟且收入稳定,因而风险较小的企业。同样的道理,高新技术企业也无法发行债券集资。出售股权进行直接融资是高新技术企业的惟一选择。

直接融资与高新技术企业的风险变化相匹配,高新技术企业也为直接融资主体带来了高收益。美国生物工程产业具有一定的代表性。1989年美国生物工程产业还处于早期发展阶段,10家主要的生物技术公司销售收入的总和还不到10亿美元,合计的亏损则超过3000万美元。以生物工程技术有限公司为例,在其资本来源中,只有5%来自债务融资,其余均来自各种直接融资。

西方传统的成熟企业融资策略上偏好内部融资和债权融资。高新技术企业从研究开发阶段一直到成长为成熟企业,期间要面临技术风险、市场风险、财务风险、人才风险、组织风险、外部环境风险,其中技术风险和市场风险在高新技术企业表现得更为突出。但另一方面,高新技术企业表现出了良好的成长性。因此,高新技术企业高风险、高投入、高成长的特点,使其更适宜于进行直接融资,包括早期的风险投资和后期的公开发行上市。