

# 中小企业融资需市场化

文/张 坤

这里所讲的“市场”是指企业债券市场（包括商业票据市场）和股票市场（主要是主板），而非创业板（如不指明，则包括中小板）和场外交易市场。一般来讲，只有那些实力雄厚、经营稳定的大型企业才能通过债券市场和股票市场直接融资。一旦我们深入考察当前我国的金融结构和金融机构的逐利本性，就能够发现这一论断是有据可查的。发展和繁荣“市场”是缓解中小企业融资难的必要条件，其作用在于加强大型企业客户信贷市场竞争，迫使包括大型商业银行在内的贷款机构提高在开发中小企业客户方面的投入。

## 难在信息不对称

中小企业融资之所以成为“难题”，是由于两个方面的因素。一方面在于中小企业自身。它们普遍缺乏可靠的财务信息和业绩，持续经营时间短，信用记录不全，商业计划欠周密，经营管理混乱，公司治理落后，缺少必要的抵押物；另一方面在于贷款机构。它们在中小企业贷款方面的知识储备和技术水

平不足，风险控制手段欠缺。贷款机构往往将中小企业与高风险、高成本联系起来，不愿意开展中小企业贷款业务。

在本质上，中小企业融资难问题是信息不对称问题。中小企业的净值较低，破产率较高，在信贷市场上，它们缺乏必要的声誉。贷款机构可以通过提高贷款利率来覆盖风险，但由于存在信息不对称会导致逆向选择。抬高利率可能会导致部分风险水平较低、业务和管理良好的中小企业退出信贷市场，而劣质的高风险企业依然会表现出强烈的贷款意愿，从而在整体上恶化信贷市场状况。

那么，贷款机构为什么不增

加搜集、整理和分析中小企业信息方面的投入来缓解信息不对称状况呢？原因不仅在于这一过程需要付出信息成本，还在于当它们向大型企业提供信贷资金时，它们只需要付出更少的信息成本。与此同时，大型企业仍然高度依赖贷款机构的贷款，这是大部分贷款机构偏向于向大型企业提供服务的重要条件（见表1）。

由于信息成本的存在和差异，大型企业信贷市场和中小企业信贷市场是分割的。中小企业信贷市场信息成本相对较高，贷款机构纷纷向大型企业客户提供服务，冷落了中小企业。在2007年以来我国社会融资总量中，企业债券和非金融企

表1 信贷市场分割与信贷供给主体

	大型贷款机构	小型贷款机构
大型企业信贷市场	✓	-
中小企业信贷市场	✓	✓

表2 破解中小企业融资难的方式

直接方式	大型贷款机构（如大型银行）	间接融资
	小型贷款机构	
迂回方式	创业板、场外交易市场	直接融资
	债券市场和股票市场	

业股票的占比始终低于15%，2011年最高时也仅为14.1%，包括人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款和银行承兑汇票在内的间接融资比重一直保持在高位，2011年该比重仍然高达82.4%。在间接融资比重居高不下的金融结构背景之下，大型企业主要依靠贷款机构的贷款筹集资金。其结果是，大型贷款机构紧紧抓住大型企业客户不放手，小型贷款机构争相做大规模，争取“傍大款”、“垒大户”。

## 没有实质性改变

人们通常将国内中小企业融资难问题归因于两个方面，一是中小贷款机构不发达，金融组织体系不健全，二是风险投资、股权投资等直接融资渠道狭窄、规模小。与此相应，在增加间接融资渠道方面，发展小型贷款机构，包括小额贷款公司、担保公司、城市商业银行、村镇银行等；在便利直接融资方面，则支持新设私募股权投资公司，建立和发展创业板市场、场外交易市场，完善多层次资本市场体系。此外，政府在拓宽中小企业融资渠道方面制定了多项政策措施。比如，监管部门要求商业银行中小企业贷款增速不低于全部贷款平均增速，支持商业银行发行小微企业专项金融债，单独管理和考核中小企业贷款等。

在建立和发展创业板市场、场

外交易市场方面，近几年也取得了不小的成绩。我国创业板于2009年10月23日正式开始运作，截至2012年7月底，在创业板上市的公司数量达到341家，加上在中小板市场上市的687家，我国进入资本市场发行股票的中小企业总数达到1028家。这一数字仍然远远低于庞大的中小企业数量。中小板和创业板均有自己的服务对象，中小板主要面向进入成熟期但规模较主板小的中小型企业，创业板主要面向尚处于成长期的创业企业。这样的划分实际上将一部分中小企业挡在资本市场之外。

然而，即使是在创业板市场建设最为成功的美国，中小企业融资难问题也主要是通过小型贷款机构来解决的。2012年7月底，在美国纳斯达克挂牌的公司总数为2756家，其中在标准最低的纳斯达克资本市场挂牌的公司总数仅534家；在美国场外交易市场集团公司报价系统进行报价交易的公司数量为9859家，虽远高于在纳斯达克上市的公司总数，但不到1万家。这些数字相对于成千上万的中小企业而言可谓沧海一粟。

在拓展间接融资渠道方面，尽管取得了一些成效，但仍然没有实质性扭转中小企业的融资地位。受近几年来金融危机和货币政策的影响，国内中小企业融资难融资贵问题日益凸显出来，并且呈现愈演愈

烈的迹象。根据工业和信息化部发布的《“十二五”中小企业成长规划》，2010年末，全国工商登记中小企业超过1100万家，个体工商户超过3400万个，其中绝大部分无法得到必要的银行贷款。近来，一度被认为是中小企业“抱团取暖”重要方式的“互保”、“联保”在浙江地区遭受系统性冲击，面临着遭遇“火烧连营”的局面。

其中的问题值得反思。一般认为，小型贷款机构决策机制灵活，固守一方，熟悉当地中小企业情况，与服务大型企业相比，在服务中小企业方面相对具有优势。按照这一逻辑，增加小型贷款机构数量可以破解中小企业融资难问题。但实则不然。国内小型贷款机构，比如设立之初定位于“服务中小企业、服务地方经济、服务市民”的城市商业银行，做大规模的动机非常强烈。

2009年，监管部门一度取消了城市商业银行设立分支机构的数量限制，当年便有27家银行设立36家分行，2010年更是有45家银行设立了59家分行。与服务中小企业相比，它们更愿意开发大型客户。这种现象被一些观察者归因于城市商业银行的战略定位不清晰，摇摆不定，实则是没有看到当前国内金融结构这一大环境的影响和约束。面对小型贷款机构做大规模的冲动，监管部门一方面支持小型贷款机构

发展中小企业融资业务，另一方面限制其规模扩张。比如，银行监管部门限制城市商业银行跨区域开设分支机构，限制它们通过公开上市渠道补偿资本金。我们创造了一批小型贷款机构，但我们还不得不限制它们做大规模。

需要思考的是，小型贷款机构为什么不守“本分”，争相做大规模？除了满足管理层的一些私人权力欲望、提高社会声望以及监管方面的偏向（这些因素在任何时候都会存在）之外，规模庞大的大型企业客户信贷市场的存在对于小型贷款机构的吸引力也是一个重要原因，而且这一原因是结构性的。只有规模上去了，才有资本、有实力为大型企业客户提供服务。

## 两种办法解难题

有两种方法可以用于解决中小企业融资难问题，即直接方法和迂回方法。从表2可以看出二者之间的区别。直接方式是在大型贷款机构之外，发展小型贷款机构，健全金融组织体系。传统观点认为，间接融资属于关系型融资，小型贷款机构在开展间接融资方面具有信息优势。

实际上，小型贷款机构的信息优势可能并没有那么大。由于采用先进的信息技术，大型贷款机构的信息收集和处理成本已经得到了很大的降低，组织扁平化使得管理效

率得到了很大提升。此外，创业板和场外交易市场也是直接为中小企业服务的，但如前所述，它们并非服务中小企业的主要力量。

迂回方式要求发展债券市场和股票市场，降低大型企业对间接融资的依赖，促进大客户信贷市场的竞争，迫使大型贷款机构降低客户门槛，开发中小企业信贷业务。此外，迂回方式可以缓解小型贷款机构做大规模的冲动。迂回方式的作用在于促进各类贷款机构关注中小企业，增加中小企业服务。传统上，这一进程被概括为金融脱媒。近年来，国内学界和业界不断呼喊金融脱媒会对银行业造成冲击，确实如此，但冲击的力度没有想象中那么大。主要原因在于，金融脱媒的进程，特别是公司债券市场发展过于缓慢，大型企业客户仍然是商业银行的主要利润来源。在这种背景下，我们也不能对小型贷款机构做大规模的行为求全责备。如果做大规模、开发大客户可以大大降低信息成本，提高收益，那么作为理性的经济主体，小型贷款机构自然会选择这样做（见表2，P76）。

在关于缓解中小企业融资难的讨论中，迂回方法的作用并未受到充分的重视。其中可能存在过于急功近利的倾向，也可能存在一些错误的认识。1997年～1998年东亚金融危机之后，东亚地区充分认识到发展直接融资对于防止金融风险

向银行体系集中的作用，包括中国在内的各个国家都开始大力发展直接融资市场，特别是债券市场。换句话讲，发展直接融资的目的和作用是防范和化解金融风险，而不是促进金融服务中小企业发展。

一直以来，存在这样一种比较流行的观点，即大型银行服务大型企业客户，小型银行服务中小企业客户。在这一观点的影响下，直接融资的发展，亦即金融脱媒被看做对银行体系的一种冲击和威胁，因为直接融资的发展和繁荣会使得越来越多的大型企业客户转向票据市场、债券市场和股票市场融资。这一观点还导致设立更多的小型贷款机构，包括从城市信用社改组而来的城市商业银行、小额贷款公司、担保公司、财务公司等，并且以为这些小型贷款机构自然而然会选择服务中小企业。构建多样化的金融组织体系对于缓解中小企业融资难问题具有重要意义，但是缺乏票据市场、债券市场和股票市场的建设和发展这一必要条件，单纯增加金融组织体系多样性的作用是有限的。在大型企业客户信贷市场仍然具有很强的吸引力时，小型贷款机构必然不甘心“小”的地位，争相做大规模。于是，监管部门不得不对小型贷款机构的扩张行为进行干预和限制。

我们需要动态地看待这一观点。小型贷款机构确实不具有为大

型企业客户提供服务的资本和实力，但并非只有大型贷款机构才能为大型企业客户提供服务。大型企业客户的项目规模及其所需资金规模都非常大，在直接融资渠道不畅的情况下，确实只有大型贷款机构才能满足这些需求。这里的问题是，大型贷款机构并非唯一的选择，亦非最优选择，大企业、大项目的融资需要而且应该主要依靠股票市场和债券市场来完成，选择大型贷款机构实属“无奈之举”。此外，由于信息技术水平较高，大型贷款机构在服务中小企业方面的能力已经是今非昔比。大型贷款机构拥有集约化的信息处理系统和控制系统，中后台的整合极大地降低了信息收集、处理和交流成本，可以在一定程度上抵消前台服务网络分散导致的高成本。

建设、发展和繁荣票据市场、债券市场和股票市场是破解中小企业融资难的前提。之所以如此，是因为票据市场、债券市场和股票市场的发展能够间接地加剧大型企业客户信贷市场竞争，而小型贷款机构之所以争相做大规模，与大型贷款机构争抢大企业客户，是因为大型企业客户信贷市场竞争程度依然较低。提高大型企业客户信贷市场的竞争水平能够降低其对贷款机构的吸引力，促使大型贷款机构开发中小企业客户市场，通过市场规律的作用而非行政干

预来增强小型贷款机构保持自己“小”的地位、专心致志为中小企业客户服务的意愿。

大型企业客户金融活动脱媒化，大型贷款机构进入中小企业客户信贷市场将极大地增强金融服务中小企业的能力。这是一条“迂回”之路。这条“迂回”之路对于大部分大型贷款机构而言都意味着机遇，而非威胁。只是对于那些停止创新的脚步，不进行战略调整，不使用现代信息技术来改造自己的大型贷款机构，发展债券市场和股票市场才构成威胁。这条“迂回”之路比要求大型贷款机构大力发展中小企业融资业务更为尊重经济主体的自由选择，更加符合市场规律。

债券市场和股票市场的繁荣发展是必不可少的。但从构建高效的中小企业融资服务体系的角度看，仍然需要构建一批小型贷款机构，它们直接为中小企业服务。一是增加各类小型贷款机构数量，完善金融组织体系。二是提高小型贷款机构地域分布和城乡分布的均衡性。三是遏制小型贷款机构盲目扩张和无序竞争。四是促进小型贷款机构锻炼内功，发展适合中小企业的管理模式、风险管理技术和人才储备。【】

(作者供职于中国社会科学院金融研究所博士后科研流动站)

编辑：刘东芹 xfys0601@yahoo.com.cn

## 链接

### 第二届中国中小企业发展全景调研论坛召开

7月27日，第二届中国中小企业发展全景调研第三次论坛在北京召开，论坛的主题是“金融服务实体经济”。在论坛上，保监会政策研究室处长樊新鸿、工信部中小企业发展促进中心教授尚会永、美国大都会人寿首席代表马思中、大都会人寿团险运营官吴冠新以及对外经贸大学王国军教授等详细解读了保险如何助力中小企业发展。

据樊新鸿介绍，保险业一直把支持中小企业发展作为保险创新发展服务实体经济的重中之重。首先，开发了支持中小企业发展的产品。这包括国内贸易信用保险、出口信用保险、中小企业贷款的保证保险、中小企业因各种灾害造成财产损失的财产保险等共计十类。其次，试点小额贷款保证保险。保监会下一步还有很多工作要做。一方面要进一步完善贸易信用保险类产品和相关的补贴制度，包括出口贸易和国内贸易。再次，要指导保险公司进一步开发适合中小企业的保险产品，进一步加大力度发展科技保险。最后，要加大保险的宣传力度，提高全社会的认知度和信誉度。

除此之外，在保险资金运用方面，也可以对中小型企业集合型债券和私募债进行研究。因为保险负债需要很多长债来匹配，但目前期限很长的债券品种较少。保险资产管理公司可以创设专门面对小微企业或者集合性小微企业的私募债，比如20年以上的债券。

尚会永则主要对目前支持中小企业创新的政策进行了解读。他建议政府对中小企业创新的认识应该发生根本性的转变，执行地方政府对中小企业发展环境评价制度，促进地方政府发展中小企业的积极性。执行对创新政策严格的预算制度和第三方绩效评估制度，加快出台中小企业创新政策的配套措施。