

# 产权市场建设与科技型 中小企业融资行为研究

杨军敏, 徐 波

(上海对外贸易学院 国际经贸学院, 上海 201600)

摘 要: 从中小企业融资结构的现状出发, 指出中小企业的内源融资和直接融资比例偏低, 从而给银行带来极大的经营风险。进而分析企业内源融资和直接融资比例偏低的原因, 指出因为对产权保护不力, 造成很多中小企业经营者不敢或不愿意加大内源融资比例; 而资本市场的单一性又造成了企业偏好间接融资。针对上述两种现象, 提出加大产权保护力度可以达到提高内源融资比例的目的, 而发展产权交易市场则可以提高科技型中小企业直接融资的比例。

关键词: 资本结构; 产权交易; 产权保护; 中小企业; 融资行为

中图分类号: F276.3

文献标识码: A

文章编号: 1001- 7348(2007) 02- 0008- 03

## 1 我国企业融资行为现状及问题

目前我国企业总数约在 800 万~1 000 万户之间, 而在资本市场上进行直接融资的只有 1 300 多户企业。大部分企业解决资金问题通过 3 种方式: 内源融资, 即将留存利润进行再投资; 间接融资, 即债务性融资; 直接融资, 即权益性融资。中小企业现在的融资结构有两大特点, 一是外源融资大大超过内源融资; 二是直接融资比例严重偏低。2002 年企业直接融资只占融资总量的 2.59%, 其它绝大多数是间接融资。2003 年全国乡镇、个体私营、“三资”企业的短期贷款占银行全部短期贷款的比重仅为 14.4%<sup>[1]</sup>。据中国人民银行 2003 年 8 月的调查显示, 我国中小企业融资供应的 98.7% 来自银行贷款, 即直接融资仅占 1.3%。间接融资中很大比重是银行贷款, 多数是一年期流动资金短期贷款, 不少企业拆东墙, 补西墙, 一旦资金链断裂, 银行的风险就被急剧放大。如何迅速提高内源融资和直接融资比例, 成为我国企业再造和改革的重大问题。在这里有两个问题需要解决: 一是怎样让企业自动提高内源融资的比例; 二是怎样为企业直接融资创造制度环境。

## 2 企业内源融资及直接融资比例偏低的原因分析

从静态而言, 资本结构是指企业债务资本与股权资本的比例关系, 即企业债务资本在总资本中所占的比重。从动态而言, 在完善的资本市场中, 企业融资手段有一个基

本的排序, 即融资方式的选择。根据梅耶斯(Myers)的优序融资理论, 由于信息不对称, 企业管理者通过不同的融资方式向投资者传递项目信息, 以获得投资者对企业价值的认可<sup>[2]</sup>。一般来说, 融资者的融资顺序应当是先内源融资, 再债务融资, 最后是权益融资。可以说, 资本结构是融资安排的结果。在现代企业融资活动中, 融资方式的选择决定了企业的资本结构, 合理的资本结构有利于实现企业市场价值的最大化。

我国中小企业在最初创业阶段, 其投入主要来源于内源融资。但发展到一定阶段后, 所有者投入就明显地表现出萎缩的状态。造成这种状况的原因之一, 就是目前我国保护民营经济地位和民营企业及私有财产所有权的相关法律制度还很不完善<sup>[3]</sup>。

(1) 民营经济与民营企业缺乏科学合理的法律定位, 私人财产征收、征用制度设计不够合理。一方面, 由于私人财产权在公民基本权利体系中地位的缺失, 不能形成对民营企业投资者和经营者有效的产权激励与约束, 自然也就使得民营企业丧失了持续发展的动力; 另一方面, 由于私人财产征用、征收制度设计不科学和对私人财产所有权保护不力, 自然也就强化了民营企业投资者或经营者对企业前途的不良心理预期, 从而加剧了民营企业行为的短期化和非理性化。2004 年 3 月 14 日第十届全国人民代表大会第二次会议通过的《中华人民共和国宪法修正案》对上述问题都作了修改, 如宪法第二章第 13 条规定: 公民的合法的私有财产不受侵犯。国家依照法律规定保护公民的私有

财产权和继承权。国家为了公共利益的需要,可以依照法律规定对公民的私有财产实行征收或者征用并给予补偿。但由于宪法修改时间不长,要看到它所能产生的政策效应还需要假以时日。

(2) 民营企业的合法权益缺乏平等有效的法律保护。根据市场经济和现代法治的平等原则,民营企业作为依法设立的市场主体,理应享受同国有、外商投资企业一样的法律待遇。然而,我国现行法律对民营企业合法权益的保护存在两方面的问题:一方面,我国法律对公有、外商投资企业的合法权益提供了高强度的刑法保护,而对民营企业合法权益的保护则仅仅停留在民事保护的层面上。另一方面,由于观念的错位和现实执法的软弱无力,即便是对民营企业的民事保护也根本没有到位。正是由于我国法律未能对民营企业的发展提供平等有效的保护,所以导致现实中任意侵犯民营企业合法权益的行为频频发生。众多民营企业内源融资功能的衰竭,与此存在着某种必然的联系。

(3) 民营企业产权构造缺乏严格的法律约束。明晰的产权,既是最持久的投资激励机制,同时也是最有效的投资约束机制。我国大部分民营企业产权机制的构架普遍存在着一个根本性的缺陷,那就是企业产权虚化,投资人行权毫无约束。在法律上,企业财产与个人财产原本是两个既相互联系又有本质不同的概念。投资者将个人财产投资企业后,原来的个人财产即转化为企业财产,对于这样的财产及其收益,投资者是不能随意支配的。然而,我国大多数民营企业客观上都存在着企业资产与个人财产混同难分的情况。由于众多中小民营企业属于个人或家庭投资,所以企业资产始终难以依法从投资者的个人资产中剥离出来,投资者一直将企业资产视为个人资产,个人资产和企业资产之间往往缺乏明确的界限。在私产得不到强有力的保护时,民营企业这种不科学的产权结构,往往助推投资者投资行为短期化。

同时我国现阶段资本市场体系又使企业的直接融资比例较低。我国资本市场由于原始出发点、制度设计以及层次单一、容量限制等问题,远远满足不了大多数企业的股权融资和权益资本流动的需求。到目前为止,只有1300多家企业能上市直接融资,剩下的数百万家企业通过什么渠道实现直接融资呢?因此,建立多层次的资本市场,满足不同类型企业不同的融资需求就成为必然。我国的产权交易市场就是在建立多层次资本市场的需求下应运而生的。我国的产权市场既有其行政功能,又有其市场功能。目前,行政功能主要是防止国有资产流失,市场功能则是促进产权流动。随着市场经济的推进,市场将逐步取代政府的行政化资源配置功能。所以,从产权市场的功能看,大部分企业的直接融资功能将由产权市场来承担<sup>[4,9]</sup>。

### 3 通过产权市场融资的意义

对于科技型中小企业来说,产权市场更具有不一般的意义:

(1) 科技型中小企业的诞生本身就是科技与资本融合的产物,同时也是科技成果市场价值的体现。一项科技成果的转化往往是成果拥有者与投资人共同组建一个企业,通过该企业的权益比例决定成果拥有者与投资人的利益分配比例。在这个过程中,科技成果以无形资产作价入股,反映了该成果在转化过程中的初始价值。随着企业的发展,其价值也在提升,代表科技成果价值的企业权益也随之提升。当然这个过程也意味着成果拥有者在获得该权益的同时,丧失了对该成果的拥有权,企业成为该科技成果的拥有者。鉴于这个特点,人们通常将这个过程称之为“成果权益化”。在成果权益化后,继续发挥科技与资本融合的优势,通过直接融资方式解决融资问题应当成为科技型中小企业的明智选择,而这其中,发展产权交易至关重要。

(2) 产权交易能发现中小企业无形资产的真正价值。产权的界定是一个演进过程<sup>[6]</sup>。随着新的信息的获得,资产的各种潜在有用性被技能各异的人们发现,并且通过交换他们关于这些有用性的权利而实现其有用性的最大价值。每一次交换都改变着产权的界定。从企业融资行为来说,在产权市场上出售股权就是一种直接融资行为。一种资产从会计的角度看,只有一个价值,要么是成本价,要么是市场价;而从经济学的角度看,却没有一个固定的价值。因为资产的价值和辅助资产、人力资本等有很大的关系,只有资产的潜在有用性被技能最适合的人持有时,才能实现其最大价值。特别是在知识经济时代,无形资产在资产负债表中的比例越来越大,无形资产的价值比有形资产更加依赖于辅助资产和相应的人力资本。很多中小企业属于科技型企业,无形资产在企业资产总额中占的比例相当大,同时,由于传统银行贷款需要资产抵押,需要证明其生产经营状况的财务报表,而中小企业往往由于经营年限短或是有形资产少,而满足不了银行的要求<sup>[7]</sup>。在既不能上市直接融资,又难以向银行贷款的情况下,进行产权交易能充分发现中小企业资产中比例最大的无形资产的价值,使融资问题得到解决<sup>[8]</sup>。

### 4 加大产权保护力度,提高企业内源融资比例

由于产权保护不力而造成的民营企业内源融资比例低的问题的解决,必须依赖于我国法律对产权保护的加强。具体对策如下:

(1) 修改宪法,为民营经济发展清除障碍。既然发展民营经济不是权宜之计,修改宪法中对发展民营经济不利的条款就是必要的。2004年对宪法的修改必将极大地改善对私产的保护力度,促进民营经济的发展。

(2) 应当对民营经济实行专门的立法保护。对中小企业实行专门的立法保护是许多国家通行的做法。美国、日本、德国等西方发达国家为扶植和保护中小企业,都曾先后制定实施了几十部专门的法律。鉴于我国的国情,一部《中小企业促进法》并不能解决民营企业发展过程中的所

有问题。因此,我国有必要就中小企业再制定一系列法律,对民营经济与民营企业的概念、权利义务、保护措施等作出明确规定。

(3)应当严格界定民营企业资产与个人资产的界限,强化对投资者个人行为法律约束,以便为民营企业的持续健康发展创造良好的产权基础。

以上从产权保护的角度分析了民营企业的内源融资较低的原因以及如何加强产权保护力度。当产权保护力度强化后,民营企业的内源融资比例将上升,从而间接降低间接融资比例。

## 5 加快产权市场建设,提高企业直接融资比例

必须大力发展产权市场,进行技术产权交易,从而提高科技型中小企业直接融资的比例。具体对策如下:

### 5.1 拓宽外资并购渠道,吸引外资直接投资

2002年7月1日,由中国证监会发布的《外资参股证券公司设立规则》、《外资参股基金管理公司设立规则》已开始施行。而由国家民航总局、外经贸委和国家计委联合制订的《外商投资民用航空业规定》也于2002年8月1日起实施。外资并购已成为资本市场上的热门话题。通过产权市场上的外资直接并购,可以增加企业的直接融资比例。

### 5.2 开展股权托管业务

上海联合产权交易所、北京产权交易所、深圳国际高新技术产权交易所均已开展股权托管业务。目前,已经有超过40家非上市股份有限公司在深圳高交所办理了托管业务,总股本金额近40亿元。

### 5.3 采用不同的产权交易方式

(1)知识产权担保。知识产权担保始于1995年日本第三次创业高潮期,其信贷资金主要投向于创业和发展阶段的创业企业。日本开发银行对于新企业的资格限定包括企业技术倾向性和成长性,特别是注重企业的技术水平。对于高科技中小企业来说,虽然它们拥有技术方面的无形资产,但是缺乏传统的有形资产抵押物,很难获得商业银行的资金支持,以知识产权作为创新担保品来替代传统担保品,对高科技中小企业融资具有重要的现实意义。产权交易所可以和知识产权局建立紧密合作关系,考察作为担保的权利是否具有担保性。权利的确定性:权利是不是设定担保的债务人本人的?该项权利是否确定已经登记?该项权利的申请有无第三方异议?知识产权对产品竞争力的重要性:技术或产品是否符合新颖性?技术或产品是否有持续的竞争优势?产品的效益性:主要手段包括宏观市场分析和微观分析。在明确知识产权的确具有担保价值后,产权交易所如有可能可直接对中小企业进行融资,如产权交易所无资金来源,可以再做担保人代中小企业向银行或其它金融机构融资。当然这具有一定的风险性,但是产权交易所的一项功能就是促进科技成果转化,帮助进行

技术转移。同时,为进行风险管理,产权交易所还可以建立风险基金,类似于银行计提的坏账准备。当实际发生损失时,可从这里冲减风险基金,以减少对交易所的冲击。

(2)设立产权交易期权。现实的产权交易基本上都是现货交易,即买方支付转让价款后,卖方将物权、股权或债权立即转让给买方,其间,虽有一些时间上的差异但系办理交易手续所致。因为产权交易所涉及的金额一般都较大,因此这种“一锤子”买卖让很多投资者即使对某个项目感兴趣,也不敢贸然进场。设立产权交易期权的思路是这样的:对于在交易所挂牌的项目,有兴趣但又不想立即购买,可以向卖方支付一笔期权费,取得在一定时期后以某一固定价格购买此项目的权利,一定时期后,如果目标方经营状况良好,资产价值不低于固定价格,买方可以行使购买权,若资产价值低于固定价格,买方可以放弃这个权利。在这项业务中,买方以一笔期权费取得了资产的购买权,同时又避免了大笔投资的风险,降低了信息的不对称性;卖方取得期权费,即可先期得到一笔融资,而且可产生把企业经营好的激励,以促使买方行使期权;而交易所只要能促使双方成交,就可收取手续费、交易费。这样,对三方都有益处。

## 6 结论

完善的资本市场应当是一个多层次、全方位的有机系统,仅仅发展股票等标准化证券市场不能满足数量众多的中小企业,尤其是科技型中小企业的融资需求。加大产权保护力度,发展产权交易市场,提高企业内源融资与直接融资的比例是一条可行的路径,它可以降低企业热衷间接融资给银行带来的经营风险。

### 参考文献:

- [1] 李庚寅,周显志.中国发展中小企业支持系统研究[M].北京:经济科学出版社,2003.
- [2] Myers, Stewart C, and Majluf, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 1984, 13, 187-221.
- [3] 吴国平.活化民营企业内源融资的法律研究[J].改革,2004,(2): 105-108.
- [4] 周兆生.中小企业融资的制度分析[J].财经问题研究,2003,(5): 27-32.
- [5] 银纯泉.产权交易的发展趋势与对策[J].经济研究参考,2003,(87): 36-37.
- [6] [美]Y·巴泽尔.产权的经济分析[M].费方域译.上海:上海人民出版社,1997.
- [7] 严海波.基于信息不对称的中小企业融资制度选择[J].财经科学,2003,(5): 133-135.
- [8] 马晓辉等.中国技术产权交易市场研究[J].中国软科学,2003,(2): 103-107.

(责任编辑:高建平)