



No. C2003031

2003-12

“柳暗花明之路”还是空中楼阁？  
——就我国中小企业融资改革方向与汤敏博士商榷

陆 挺

伯克利加州大学经济学系

No. C2003031

2003年12月17日

## “柳暗花明之路”还是空中楼阁？ ——就我国中小企业融资改革方向与汤敏博士商榷

陆挺\*

### 摘要：

本文就亚洲开发银行驻华首席经济学家汤敏博士在《财经》(2003年11月20日版)上发表的专文作出评论。汤博士从“孙大午事件”出发,提出解决我国中小企业融资难的根本出路在于扩大直接融资的渠道。本文认为汤博士误解了直接融资和股权融资的区别,在认识到债权融资的成本时却低估了直接股权融资的成本,并忽视了间接股权融资中的一些基本制度要素。其建议缺乏实际可操作性,不利于我国中小企业的融资改革。本文最后指出我国中小企业融资改革应该避免的误区,以及今后值得我国学者和政府官员进行深度研究的课题。

**关键词：**股权融资,债权融资,直接融资,间接融资,风险资本投资,金融中介,中小企业融资

“孙大午事件”引起了社会各界,尤其是经济学家和法学家的关注。北京天则经济研究所的天则论坛上,经济及法律界专家认为孙大午案件代表目前农村中民营经济发展所面临的金融及法律难题。著名经济学家张曙光认为孙大午案件本质上涉及私人借贷的合法性问题,孙大午的罪名来自于国家法律对民间私人借贷的规定。北京理工大学的经济学教授胡星斗也认为问题的核心之一是国家对金融的垄断。另一著名经济学家茅于軾则称“孙大午错就错在干了一件‘违法’的‘好事’”。

经济学者的一般反应是检讨现有金融法规,打破国家金融垄断尤其是银行业的垄断,给民营企业融资松绑。而最近亚洲开发银行驻中国的首席经济学家、北大中国经济研究中心兼职教授汤敏博士在《财经》上发表专文,似乎要避开讨论国家金融管制的问题,而建议在现有法律框架下民营企业如何创造性的进行融资。用他的话说,“山穷水尽之时,其实尚有柳暗花明之路。这就是走直接融资的路径,换句话说,孙大午的乡亲们不是以贷款、而是以参股投资的方式给企业融资”。汤博士在文中最后还提出要将“老百姓手中的钱集聚起来”,投资于“大量面向中小企业的专业投资公司”,并认为他已找到了“解决大午企业融资难的根本办法”。汤博士在认识到我国民营企业债权融资存在严重制度障碍的前提下,果敢的避开债权融资难的问题而提倡股权融资,并给出了解决中国民营企业融资问题的“柳暗花明之路”,其独辟蹊径的勇气值得钦佩。但中小企业融资难是世界各国的通病,只是各有轻重而已,汤博士提出的“柳暗花明之路”和“根本办法”果真

---

\*伯克利加州大学经济学系。通信地址：Ting Lu, 549 Evans, Department of Economics, University of California, Berkeley, Berkeley, California, U.S.A. 94720. Email: tinglu@econ.berkeley.edu。北京大学林毅夫教授、国际货币基金组织黄海洲博士、中国国家信息中心政策研究室蒲宇飞主任、美国纽约 Sullivan & Cromwell 律师事务所李岭博士和伯克利加大商学院金融系陈宁为本文提出了宝贵的修改意见,作者在此表示感谢。当然,一切文责自负。

能解决众多国内外经济学家梦寐以求要攻下的难题吗？

答案是否定的。本文认为汤敏博士在认识到债权融资的成本时却低估了股权融资的成本，从而提出了缺乏实际可操作性的政策建议。如其提倡面向较大人群的私募直接股权融资，又建议将“老百姓的钱集聚起来”放到专业投资公司，由专业投资公司向中小企业进行股权投资。股权融资对不同规模、不同阶段的企业的重要性在经济学家中可以说已无异议。汤博士虽然正确的认识到这种重要性，但其建议却偏离了我国的实际情况，忽视其他国家在这方面的众多经验教训，同时也忽视了过去三十年间经济学上对融资问题研究的进展。汤博士的建议不是什么“柳暗花明之路”，而是一座缺乏根基的空中楼阁。假如按照这种建议国家制定相应政策并推广执行，不仅不会解决中小企业融资难的问题，而且会造成一定的金融秩序的紊乱，损害老百姓和广大小投资者的利益。本文接下来分五个部分阐明这一观点。第一部分首先指出汤敏博士在一些金融学基本概念上的错误，说明直接融资并不等于股权融资。第二部分非常简要地介绍与本文相关的融资理论，为进一步的讨论作出铺垫。然后第三部分就“孙大午事件”和汤博士的建议展开评论，目的是讨论私募直接股权融资和债权融资。第四部分针对汤博士关于“专业投资公司”的政策建议展开论述，以此讨论私募间接股权融资。第五部分作出总结，指出我国中小企业融资改革应该避免的误区，以及今后值得我国学者和政府官员进行深度研究的课题。

## 一．直接融资就是股权融资吗？

在正式讨论中小企业的融资问题前，我们首先需要理清一个基本概念。汤博士在其文中说：“...这就是走直接融资的路径，换句话说，孙大午的乡亲们不是以贷款、而是以参股投资的方式给企业融资。”汤博士在文中最后一段又说“当务之急是疏通对中小企业直接融资的渠道。相对于别的国家来说，我国特别缺的是大量面向中小企业的专业投资公司”。显然这里汤博士将直接融资等同于股权融资了，但这毫无疑问是不对的。直接融资是和间接融资相对的，融资是直接还是间接，关键是资金是否先经过中介机构。直接融资可以是股权融资，也可以是债权融资。一般认为在证券交易所上公开发行股票是直接的股权融资，而在证券交易所公开发行企业债券是直接的债权融资，这是因为企业在证券市场上直接面对最终出资者。当然这种“直接”不是绝对的，证券可以由投资银行包销，购买证券者也可能是共同基金，但金融界按习惯仍称在证券交易所发行股票债券是直接融资。最纯粹的直接股权融资可能是“天使资本”(Angel Capital)，也就是在企业成立之初一些非中介机构或较为富有的个人或直接向企业注资来换取一定的股份。纯粹的直接债权融资就简单了，企业向任何非金融机构或个人借钱就属此类。西方的法律传统中这属于私人间自由契约的问题，由契约法来规范。重要的例外有两个：一是所借之钱不可随意转贷，所以银行业自古受政府监管；二是大规模的向广泛的社会公众借款受到政府监管，以免企业利用信息不对称来进行欺诈；此外有许多国家对高利贷也有所限制。再说间接融资中的股权和债权融资。间接债权融资中最常见的是银行贷款。储户将钱存入银行，银行再将钱贷给企业，这中间银行扮演的是典型的中介金融机构的角色。至于间接股权融资，大家最熟悉的

就是风险资本投资。风险资本投资公司<sup>1</sup>从机构或富有的家庭个人募集资金，再以股权的形式投资于企业，从中起到中介的作用，所以风险资本是间接的而非直接的股权融资。汤博士在其文中建议要将“老百姓手中的钱集聚起来”，放到“专业投资公司”中，再由这些“专业投资公司”去“寻找好的中小企业”，很明显汤博士在这里实际上指的是间接而非直接融资了。通篇看来，汤博士想说的“直接融资”大概是私募股权融资（Private Equity）的意思。“私（private）”是和“公开的（public）”相对，企业如果到有组织的证券交易所发行股票，那就叫公开市场发行（Initial Public Offerings），也就是大家熟悉的 IPO。私募的股权融资则不面向公众，而是针对特定的个人或机构（中介或非中介）。其可以是直接的，如天使资本；也可以是间接的，如风险资本。

区分直接和间接融资对经济分析是有重要意义的。在直接融资中，主要的代理关系只有一层，就是资本的原始所有者和最终使用者之间的关系。在间接融资中，主要的代理关系最起码有两层。如商业银行贷款中，企业和银行有一层代理关系，而银行和资金的主要供给者——储户——又有一层代理关系，所以在经济学上对商业银行贷款的分析 and 私人间借贷的分析是非常不一样的。基本概念是否清晰非常重要，因为进一步的讨论需要一个良好的框架。在讨论了直接和间接融资的区别后，我们接下来讨论股权和债权融资。

## 二．股权融资和债权融资的各自利弊

对企业融资的分析一般从三个角度展开：一是企业的透明度，也就是企业家或经理人与外部投资者信息不对称的程度；二是企业经营的风险或不确定性<sup>2</sup>，或者说企业成败的概率以及盈利或亏损的大小；三是企业的规模。除此之外，常规的分析也必涉及企业的行业特质，因为不同行业对固定资产和流动资产有不同的需求。所有的分析都必须在一个特定的制度环境下展开。不同的国家性质或法律渊源都会影响到企业的融资决策。企业是从企业内部还是外部筹集资金、采取股权融资还是债权融资、是间接融资还是直接融资、是私募还是公开发行，都要视本企业的特征、制度环境、资金需求以及资金供给的情况而定。

以大午企业为例，汤博士认为其投资风险很大，这是由于“农产品加工市场变化很快，每年因市场的原因倒闭的企业就不在少数”。他认为乡亲们只以 3.3% 的年利率借款给大午企业是不合理的，“从投资的角度来看与风险是不相配的”，合理的安排是“乡亲们以参股的方式向其企业融资”。首先这里汤博士将行业的风险等同于企业的风险，这种分析方法颇有问题。除了自然垄断和国家保护，竞争性的行业都有很大的风险，但这并不排除单个企业由于企业家经营有方，树立品牌，占有一定的市场份额，从而企业的风险也比较低。在此我们先认同汤博士的假设，看看在企业风险很大的情况下，是否真的可以采用汤博士的建议让企业从

---

<sup>1</sup> 英文中有不同称法，如 Venture Capital (VC), Venture Capital Fund, Limited Partnership Investment Company, 在此本文统一讲它们翻译成风险资本投资公司或强调为有限合伙制的风险资本投资公司。这里“公司”是从 Company 翻译而来。

<sup>2</sup> 本文不区分风险和不确定性这两个概念。严格说来，风险的含义是知道结果的概率分布；而不确定性是指连结果的概率分布都不知道。实际的区别其实更复杂。

老百姓那儿进行股权融资（或者说让老百姓参与股权投资），尤其是多设子公司来绕开法律关于股东人数的限制呢？为回答这个问题，让我们先来简单的了解一下企业股权融资和债权融资各自的利弊。

事实上，在企业风险较大的情况下，股权有可能是较债权更为合理的融资或投资形式<sup>3</sup>。但这种合理性从本质上来讲并不来自于风险本身；这是因为如果债权投资者和融资者认同风险有多大和各自风险偏好的话，会达成一个合适的利率来补偿这种风险，则股权融资和债权融资之间没有什么区别（其实有些高利贷就源自于此）。实际上这里核心的问题还是一个委托代理问题，具体说来是一个道德风险的问题。对于有限公司或企业家私人财富有限的企业而言，在大量举债并固定利率后，会倾向于扩大经营风险。因为若成功则可取得更多利润，若失败则在损失自己在公司中的股本后一走了之。最后企业家冒越大的风险就会得到从概率上来讲越高的平均利润。但风险越高，债权投资人的潜在损失越大。债权投资者预见到这种情况，在投资前会要求一个更高的利率来补偿这种损失，以及要和企业家签订更为复杂的合同来约束企业家，这些都是在高风险下的债权融资成本。企业经营的不确定性越大，企业家可操纵风险的余地也就越大，债权融资的成本也就越高。除道德风险之外，债权融资还有逆向选择的问题。这主要是从投资人的角度来讲的。利率越高，来借钱的人越不可靠，所以利率不可能太高。当利率不能太高，债权融资又有上述的较为严重的委托代理问题时，股权融资可能是更为合理的融资方式。股权融资的其他优点在于其稳定性，一旦投入，就是企业的资本，不象债务那样有不断还本付息的压力，从而对企业现金流和流动性管理不利。

但是股权融资也是有成本的，而且往往并不低。具体说来，股权融资的成本有以下几点。首先，股权融资意味着企业家放弃一定的股份来换取资金，企业家的股份越少，对最终所得的所有权也就越少，这样激励也就越低。其次，债权都有期限，一般企业债以中短期为主，而股权是永久的，除非有合适的退出机制，否则股权投资的流动性小于债权，要吸引股权投资必须补偿投资者这种在流动性上的损失。再者，当信息严重不对称时，企业家和外部投资者对企业的价值有不同的估计。如果在融资市场上好企业与坏企业并存，而且投资者不能完全加于区分，则外部投资者对好企业的价值的估计低于好企业的实际价值。这样好企业的股份要么低价售出，要么退出股权融资市场。实际上这就是经典的旧货市场问题。伯克利加州大学经济系教授 Akerlof 因为首先分析旧货市场中的信息不对称问题而获得 2001 年诺贝尔奖。Myers 和 Majluf 在 1984 年将此方法用于融资市场的分析，指出在信息不对称的条件下，股权融资的成本有可能高于债权融资，因为债权融资对信息的要求没有象股权那么高。投资者可以观察到企业偿还贷款的能力，但企业的内在价值是远远比还款能力更难得到的信息。你知道一个人有没有能力还你 1000 元钱远比你知此人确切的个人财富要容易的多。更何况一个企业的价值不仅包括当前的有形资产，而且包括品牌，企业家能力，企业文化和

---

<sup>3</sup>这里介绍一下投资与融资在经济学意义上的区别。“投资”是从出资者的角度出发，“融资”是从资金使用者的角度出发。投资和融资其实是同一事物的两个方面。假如出资者认为资金投入一个项目的风险大，或者被侵吞的可能性高，则资金投入的“成本”就大；反过来在这种情况下，资金使用者为吸引此投资者出资的而付出的“成本”也就高，不然投资者就不会出资了。从均衡上来看，哪种投资方式更合理（股权或债权），哪种融资方式也就更合理。

凝聚力等很难估值的无形资产。企业的真实价值在于这企业能带来的现在和将来的净利润，这也许只有企业家和少数高层经理人员才能了解，要通过某种渠道向投资者传递可靠的关于企业真实价值的信息绝非易事。另外债权可以被抵押或担保，在清偿时债权有优先权，而且法律在处理债权纠纷上远比处理股权纠纷有效率。股权融资的最后一项成本，也是最容易被忽略的，来源于小股东利益的保护问题。由于小股东事实上参与不了企业的管理决策，再加上小股东之间的搭便车问题，使得小股东的利益很难得到保护。当股票在证券交易所自由流通时，小股东还可以用脚投票；但当股票不能自由流通时，小股东的投资就被锁在企业内任由大股东宰割。但是理性的小股东会认识到这种事后的问题，所以在事前，也就是投资前，他们会要求以更低的价格购买股份来补偿事后的损失，有时则远离股权投资。为吸收相同数量的资金，相对于大股东而言企业家就需要转让更多的股份给分散的小股东，这也是股权融资的成本。

不同种类的股权融资在不同情况下成本各异。除企业家提供自有资金入股和企业留存收益等内部股权融资手段外，三种主要的外部股权融资方式——公开市场发行、私募直接股权融资和私募间接股权融资——是针对不同类型股权融资成本的不同解决之道。公开市场发行避免了在流动性方面的成本，但要解决企业与广大中小投资者之间的更大的信息不对称问题以及保护众多小股东的问题，其实成本极高，不然华尔街就不会这么有钱了。私募直接股权融资一般只针对少数几个投资者，主要成本是在流动性方面的成本；缺点是和公开市场发行相比，所能得到的资金有限。私募间接股权融资，也就是风险资本投资比直接私募能筹集到更多的资金，但要解决至少两层的代理关系。以下第三和第四部分将会对不同的股权融资方式作详细的讨论。

### 三．汤博士给大午企业指点的“柳暗花明之路”能行得通吗？

我们再来看汤敏博士提出的“解决大午企业融资难的根本办法”。汤博士其实在困惑：既然乡亲们的对大午企业的借款“从投资的角度来看与风险是不相配的”，可是乡亲们为什么还借钱给大午企业呢（至今没有证明借钱是被迫的）？既然按他的说法，“参股投资的方式是合理的”，参股的方式又是可行的，可是孙大午和他的乡亲们怎么没有搞股权融资呢？是农民企业家和乡亲们在没有经济学家的指导下不知道股权融资吗？肯定不是。我国出自农村的商人早在亚当·斯密还没出生前就搞股权融资了，明清时著名的晋商大多合股经营。抑或是孙大午太贪婪了而不想让乡亲们从利润中分一杯羹？从孙大午种种言行来看，他好像不是这种人。用胡星斗的话来讲，孙大午“名义上是亿万富翁，兜里却几乎没有钱，因为他把钱都用在了帮助贫苦农民的致富上。他办技校、建中学、收养孤儿，一心一意要实现‘社会主义共同富裕’”。表面上看来乡亲们似乎很傻，收取的利率只有 3.3%，比银行仅高一点点，但如果我们仔细分析孙大午企业的情况，真正了解股权债权在具体制度背景下的优劣，就不再困惑了。根据孙大午的辩护律师许志永所提供的材料，孙大午从 1985 年开始创业，到 2002 年大午企业成为拥有员工 1500 余人，固定资产上亿元，高峰时年产值过亿元的较大型企业集团。很明显大午企业已经走过创业期，步入了较为成熟的阶段。用本文第二部分所提供的框架来分析，一方面大午企业周围的乡亲们比一般人更了解大午企业及其主

要管理者孙大午的实际情况，更能准确的估计风险，对他们来讲，较高的利率足以弥补这种较高风险的承担；另外一方面，由于制度的缺失，以及信息的不完全对称以及其他原因，面向较大人群的小额直接股权融资的成本仍高于小额的债权融资（根据许志永的报告，共有 4742 个周围乡亲把钱借给了大午集团）。

通常企业若要从大众手中获取小额的股权投资，必须通过一定渠道和手段使得信息较为对称，让外界了解其真实的价值。同时企业要进行可信的承诺，以保护小股东的利益不受侵犯，这样他们才能放心来投资。但企业要为合理的定价和可信的承诺付出相当大的成本。我们知道一个企业若要上市发行公众股，首先要聘请注册会计师为其验资并核实各项会计报表，以便可信的信息得以披露；投资银行要为企业进行定价并宣传；企业同时要接受证券监管机构和证券交易所的严格监督，向他们递交各项文件；企业还要聘请律师为其订立多项合同。所有这些，包括律师、注册会计师、投资银行、证券监管机构和证券交易所都可被视作面向公众进行直接股权融资的成本。一般说来，金融体系和法治越落后，这种成本也就越高。撇开法律法规不讲，在诸如河北徐水的中国农村地区直接向较大人群发行股权就要克服很多的困难。首先企业家得让乡亲们认同企业股份的价值，尽管周围乡镇的乡亲们要比外人更了解大午企业的实际情况，乡亲们可以观察到企业偿还贷款的能力，但关于企业的内在价值的信息远比还款能力更难得到。大午企业要向周围乡亲传递可靠的关于企业价值的信息仍然极为困难。但如果企业家不能有效的向周围众多乡亲们传递企业价值的实际信息，就不能产生一个合理的股权价格。又假如周围乡亲认为企业家作为一个群体不能被完全信任的话，在信息不完全对称的股权市场上，好企业股权的价格就要低于真实的价值。除了信息不对称，其实还有如何保护小股东和解决股权流动性的问题，这些都会增加融资的成本。使问题更为严重的是，乡亲们未必认同同一个价格。为募集到一定的资金，企业家也许不得不同单个的小投资者进行讨价还价，但讨价还价是有成本的，一般的企业家是不可能为从乡亲那儿得到一笔很小的投资而讨价还价的。

再来看汤博士关于大午企业股权融资的建议。汤博士认为“如果大午企业是股份有限公司，可以通过增资扩股的方式融资；如果大午企业是有限责任公司，按公司法的规定，一个有限责任公司的股东不得超过 50 人，孙大午可以把他需要融资的子项目组成多个公司”。尽管汤博士也稍稍提及“如果股份安排上再进一步加强保护小股东的利益，加强部分股东退出的机制...这样就使投资更有吸引力。”但他显然要避开上述向较大人群进行直接股权融资的高额成本，因为他丝毫不怀疑他的建议的可行性，“保护小股东”和“加强退出机制”只不过是使得他的建议更完善、“使投资（股权）更有吸引力”罢了。我国公司法中关于股份有限公司股份的发行有严格的规定，针对个人的私募仅限于发起人。汤博士针对大午企业的建议应该属于向社会公开发行新股（因为要向四千多乡亲，参见公司法第一百四十四条），但公司法规定，未经国务院证券管理部门批准，发起人不得向社会公开募集股份；公司发行新股，必须满足众多较为苛刻的条件。汤博士认为大午企业如果是股份有限公司，就可以通过增资扩股的方式融资。但单就法律程序而言，在河北农村，如果孙大午要向众多乡亲发售小额股份，其难度和成本恐怕远在债权融资之上。更何况还有上述讨论的由于信息不对称和其他原因所带来的交易成本？

汤博士更富有想象力的提议是在有限责任公司的股权融资方面。公司法中有限责任公司的股权融资在法律手续上要比股份有限公司简单。但对股东人数有不得超过 50 人的限制。首先客观的说这可不是什么恶法。即使在股权融资最为发达的美国，联邦证券法中对企业私募股权也都有人数和股东资格的限制。向大众募集股份在各国都要受到严格的监管，不独中国如此，其依据其实已在前面被论述。维护一定的金融秩序既保护中小投资者，实际上又保护诚实的企业家和优质的企业。汤博士的提议实质上是要绕开法律的规定，把“需要融资的子项目组成多个公司”这样就能从更多的小股东那儿得到项目所需的资金了。我们先不管乡亲们是否真的愿意投资入股到这些子公司中，也不管这种方式最终不可行，先假设由于某种原因乡亲们真的成了子公司的股东。我们用一个简单的例子来说明这种融资方法给公司治理带来的难题。假定某企业家现有两家公司：公司 A 和公司 B。在公司 A 中除了此企业家外，还有 49 个股东，这 49 个小股东共占 40% 的股份，企业家有少数股份（60%）并有实际控制权；在公司 B 中除了此企业家外，也有 49 个股东，这 49 个小股东共占有 80% 的股份，但股权分散，实际控制权都在这个企业家（占 20% 的股份）手中。企业家同时管理这两个企业，而且实际上两企业之间有诸多业务联系，如使用一些共同的设备以达到规模效应。那么一个追求最终所得最大化的企业家会尽量将成本算入企业 B 中，而将收入划入企业 A 中，这样 A 企业的利润被最大化而 B 企业被最小化，企业家的所得也就最大化。A 企业中的小股东会跟着受益，而 B 企业中的小股东则要跟着倒霉。这种现象在公司治理文献中被称为“挖隧道（Tunneling）”。当然现实中企业家不会这么走极端，可是这种大股东通过关联交易和转移定价欺压小股东的现象在世界各国层出不穷，在证券监管不严，对小股东保护不力的国家尤其严重。发达国家中意大利的情况比较严重，而在转轨国家，尤其是在采取大规模私有化的国家如俄罗斯和捷克，很多公民在私有化中得到的企业小额股票最后成为废纸一张。当然，在一般情况下，理性的小投资者事前压根不会将钱投入上述的企业 B 中。假如企业在正规的交易所流通，这种问题会有所减轻，因为小股东若得知被大股东剥削，则会抛售股票，使得股价降低，这给外部收购者提供了低价收购企业 B 的契机。企业家（大股东）为保留控制权，必须让股权分散而尽力保持已有的小股东，所以在欺压小股东方面有所忌惮。但是，对不能上市交易的有限责任公司而言，企业家就没有这种顾忌。轻易不能转让的股权类似于一种沉没成本，一旦投入要取出就难了。汤博士在某种程度上也是注意到了这个问题，如他认为可以“订出较灵活的回购协议”。但事实上，若股权不能流通，则股权的价格就很难确定；没有公认的价格，要“订出较灵活的回购协议”只能是一种想象。而且，股权一旦沉入且不易转让，股权就成了如威廉姆森所说的专有性资产（specified assets），小股东丧失了基本的讨价还价能力。而如果企业家要同每一个退出的小股东进行协商，则耗时耗财，根本不现实。

由此可见，汤博士提出的面向众多乡亲们的私募直接股权融资并非是什么我国中小企业融资的“柳暗花明之路”，而是虚幻的空中楼阁。乡亲们愿意以 3.3% 的低利率借款个大企业，并非是乡亲们不理性，没有意识到潜在的风险，或者是他们压根儿不懂股权投资，实际上乡亲们和孙大午正是在权衡了股权融资和债权融资的利弊后作出的理性选择。非理性的借款和集资有一个共同的特征，那就是利率远超出一般投资的正常回报率。3.3% 的低利率本身就说明了这种融资方式的理性而非汤博士所理解的非理性或“不匹配”。而这种理性的借款行为实质上是



一种在某些制度缺失的情况下理性的制度替代。如上所述，债权融资相对于股权融资而言，对企业透明度的要求没那么高，对司法系统在保障合同执行方面的水平要求比较低。在缺乏有组织的股权融资市场的条件下，以及在我国现有的司法体系所能保障的合同执行水平下，面对银行的低效率，孙大午和其乡亲们进行了制度替代。他们用关系型(relational)的直接债权融资，而非不切实际的直接股权融资，来替代通过银行的保持距离的(arm's length)间接债权融资。芝加哥大学商学院金融学教授，国际货币基金组织(IMF)刚上任的首席经济学家 Rajan 在 90 年代处首创关系型银行贷款和保持距离的银行贷款的比较分析。关系型银行贷款是指银行与企业保持较为密切的关系，企业长期在同一家银行贷款。银行对企业更为熟悉，除了会计报表之外，银行通过与企业的长期合作能得到其他无法在会计报表上所反映的信息，而这种信息有助于银行作出比仅靠正规报表更为准确的贷款和授信决定。保持距离的银行贷款就是指银行与企业的关系不固定，银行主要依靠企业的会计报表来作出贷款决定。众多的经验研究表明关系型银行贷款更有利于中小企业的债权融资。大午企业的借款来自四周的乡亲，他们生活在大午企业的周围，同企业多多少少都有些关系，有些本身就是企业的员工。他们掌握颇多关于企业的内部信息。所以在某种意义上这种借贷关系可以被看作是关系型的直接债权融资。这里有一点在经济学上很有意思。一般认为银行存在的最重要的理由之一是银行在发放、管理和回收贷款上的规模效应，银行实质上是替代众多小储户进行贷款业务的各项操作以避免储户努力的重复以及搭便车问题，以此节约的成本可以通过较低利率的形式传递给企业。但河北徐水县的银行或信用社向大午企业所收取的实际利率(包括为得到贷款的各项费用)肯定超出了大午企业支付给乡亲们的借款利率，或者说大午企业通过正规金融中介进行债权融资的成本超过了其在本地非正规直接债权市场上进行融资的成本。一个有可能的推论是：大午企业所在地的诸如银行或信用社等中介金融机构是缺乏效率的。而缺乏效率的最通常原因是行业垄断。

之所以说汤博士的建议是空中楼阁，另一层的原因是从国际经验来看，对于绝大部分不能通过正规的证券市场进行直接股权融资的中小企业而言，唯一可能的直接股权投资不是来自公众或乡亲们，而是来自于少数的个人或机构，在美国被称为“天使(Angel)”。为什么称这些投资者为“天使”呢？倒不是因为他们有爱心而无私奉献资金，而是要时刻准备着所投之钱财血本无归而白白奉献。个人可以是亲友，同学，师长，也可以是其他较为富有的个人。机构可以是某企业或其他非盈利机构。这里的关键有几条：一是投资者数量不能多，要比较富有，这样谈判成本较少，股权也不至于太分散，单个投资者能拥有较多股份，能行使一定的投票权；二是投资者了解企业家或企业的经营范围，这样企业家和投资者双方能较容易达成对企业价值的共识；三是因为“天使”所投资金毕竟不多，要享有一定的控制权就得投资在企业价值较低的初创阶段。随着我国经济的飞速发展，一小部分先富起来的人拥有一定的富余资金，同时又有较为丰富的经营管理经验。这部分人有可能是目前和将来我国天使资本的供给者。但天使资本的缺陷也很明显。这表现在天使资本的市场没有很好的组织，企业家往往不能和合适的投资者匹配上；天使资本的投资者能投资的数额也有限，在美国一般也就在 5 万到 100 万美元之间。由于这些原因，天使资本一般只在企业初创时投入。当企业为进一步发展谋求更多资本时，需要其它更大规模更正规的资金来源。过去二十五年间迅猛发展的风险资本投资，正是适应这种资金需求的制度创新。接下来第四

部分就专门讨论风险资本投资和汤敏博士在这方面认识的误区。

#### 四．汤博士关于投资公司认识的误区

汤敏博士在文中最后提出“当务之急是疏通对中小企业直接融资的渠道。相对于别的国家来说，我国特别缺的是大量面向中小企业的专业投资公司。它能把老百姓手中的钱集聚起来，以专业的方式寻找好的中小企业，并把赚到的钱拿回来与投资者分享”。汤博士不是没有认识到风险资本的作用和角色，可是他误解了风险资本投资公司作为一种制度创新的一些最基本的制度要素，忽略了公司治理的基本原则，从而又开出了一具可怕的药方，因为他建议要把“老百姓的钱集聚起来”放到投资公司中去作股权投资。一般理解的“老百姓”就是人民群众，是平民。老百姓可以把钱存银行，也可以买股票债券，但千万不可把钱交给投资公司去作股权投资，除非是非常有钱的“老百姓”。怎么有钱法呢，大概是最起码能拿出 100 万人民币来放到投资公司 10 年而不会影响自家的生活。美国风险资本投资业中，个人若要加盟投资公司做出资的有限合伙人，投资底线是 100 万美元。较大规模的风险投资公司底线往往是 1000 万到 2000 万美元。至于原因，我会在下面详述。先有一点是肯定的，这可不是资本家或有钱阶层的阴谋来垄断市场而排斥小投资者，排斥“老百姓”。当然，如果汤博士所提的“老百姓”就是指中国目前极小一部分家资起码几百万上千万的人，那么就无所谓认识的误区了。

再一次指出，如果“把老百姓手中的钱集聚起来”，放到“大量面向中小企业的专业投资公司”，再由这些“专业投资公司”“以专业的方式寻找好的中小企业”，则这种企业融资方式是标准的间接融资。这里的专业投资公司，从汤博士的上下文看来，大概相当于美国的私募股权投资公司（Private Equity Investment Companies）。在西方主流文献报告中，通过中介的私募股权投资在概念上一般等同于风险资本（Venture Capital），而不管所投资企业的风险究竟有多大<sup>4</sup>。私募股权投资公司主要有两类。第一类是有限合伙制的风险资本投资公司，一些个人或机构作为有限合伙人出主要资本，一般合伙人出资甚少但负责具体管理和操作。第二类是受政府资助的小企业投资公司（Small Business Investment Companies, 简称 SBIC），小企业投资公司可以采取有限公司形式，也可以采取合伙制形式。1958 年美国国会专门立法，由美国联邦小企业管理局负责扶持成立一批小企业投资公司。具体方式是由私人资本牵头作为股权，由小企业管理局进行担保来取得利率较低的中长期贷款，小企业投资公司付给小企业管理局相应的担保费。小企业投资公司以股本和贷款再向中小企业，尤其是处于初创期的企业进行股权投资或长期贷款。目前小企业投资公司的投资只占总风险投资余额的 12% 左右。其余市场份额大都属于有限合伙制的风险资本投资公司。而 1980 年时，此两类风险投资公司还平分秋色。有限合伙制的风险资本投资公司之所以能独霸私募股权融资市场，推动美国上世纪末强劲的经济增长，除了上世纪七十年代末美国政府允许养老基金进入风险投资之外，一个同样重要的原因是在间接股权融资上的制度创新。

国内介绍风险资本投资的很多，这里我就不对其细节作一一介绍。针对汤博

---

<sup>4</sup>据 Fenn, Liang 和 Prowse 1997 年关于私募股权融资的权威报告，1980 约有一半风险资本流向真正的高风险企业。到 1995 年时，这个比重降到约 20%。

士的问题，本文要围绕间接股权融资的特殊性来重点讨论几个问题。间接融资和直接融资相比，在事前选择投资方向，事后对所投资企业进行监督和管理方面都具有规模优势，能聘请更为专业的管理人员从事资产的管理工作。但这种优势必定带来相应的代理成本。在间接融资中，我们不仅要考虑这些投资公司同所投资企业的关系，更要考虑原始出资者和作为中介的投资公司之间的代理关系。所以要讨论的几点是：首先，投资公司如何挑选、监督和控制所投资企业？然后重点讨论原始出资者如何监督激励专业投资公司的管理者？而这些管理者又如何能作出可信的承诺让出资者把钱交给他们，并给他们适当的汇报？其实这两类代理关系是高度相关，而非独立的。我们最后要问：真的能够真象汤博士所说的那样的把“老百姓”的钱“集聚”起来交给那些中介吗？

先说投资公司和所投资企业的代理关系。一个投资公司的成败在相当程度上取决于投资公司如何正确的挑选最优质最有潜力的投资对象。而这不仅需要专业的知识，还要求在作出投资决定前做大量的研究工作。投资公司然后要和所投资企业签订非常复杂的合同。这个合同首先保证企业家仍持有相当的股权，并使用股票期权等办法给企业家很高的激励（毕竟一个企业的成败主要取决于企业家），但同时，投资公司也持有大股东，投资公司管理者进入所投资企业的董事会，对重大决策有完全的否决权，并对企业日常经营管理和战略制定提供指导<sup>5</sup>。总之，既要给从事日常管理的企业家充分的激励，同时又要保障风险资本投资者的利益。只有取得一个较好的平衡，企业家才愿意去寻找和接受风险资本，风险投资者也才愿意注入大笔资金。

接下来再讨论原始出资者和投资公司管理者的代理关系。原始出资者如何监督激励投资公司的管理者？各国学者研究公司治理有几十年了，研究到最后都归结到两方面：要么是靠完善的法律和严格的政府监管来保护大量小股东的利益<sup>6</sup>；要么是企业的由大股东组成，在特定的文化伦理和法治条件下，通过内部的平衡来达到有效的治理。以前我们都讲收购（Takeover）或者经理人市场在公司治理中的作用，但前提都是大量小股东能得到及时的关于企业的真实信息。而这种信息的披露最终只能靠法律和政府监管来完成。最近很轰动的美国安然（Enron）和世界通讯（WorldCom）的丑闻，说到底就是信息披露的问题。但是政府监管是有限的，对象一般也就是公开上市的公司。对于没有公开上市而基本不受政府监管的企业，一个唯一可行的方案就是股权不太分散。一般说来，对经理人或具体管理者的考核越难，公司治理的难度越大；而经理人的能力和努力越重要，公司治理也就越重要。风险资本投资公司以股权投资许多处于创业阶段的高风险的企业，受益很不确定，所以公司治理的难度很大；另一方面，投资成败在很大程度上既取决于事前项目选择，也取决于投资后的扶植和监控，投资公司管理人的能力和努力程度和投资公司的业绩高度相关，所以公司治理非常重要。而有限合伙制投资公司被公认为解决间接股权融资的制度革新，其实际上完全可以被视作为一个有固定期限的股份公司，一般存在期限是10年左右。通常这种投资公司有10到30个出资的有限合伙人，6到12个作为管理者的一般合伙人。有限合伙人的数目如少了凑不到足够的钱，多了则有公司治理上的问题。投资公司通常会投资2到15个企业。少了风险不能分散，多了顾不过来，不能有效控制。

<sup>5</sup>和有限合伙制的投资公司比，小企业投资公司就没有那么积极的参与所投资企业的事后控制。

<sup>6</sup>具体的法律细节，尤其是关于集团诉讼，读者可参考李波，“从纳斯达克股票市场看我国二板市场”

有限合伙人和一般合伙人也有非常详细的合同，一般合伙人负责日常管理，虽一共才出资只有 2% 左右，但享有 20% 的利润；有限合伙人对重大决策有表决权。那么谁是那些出资的有限合伙人呢？主要是公共和企业养老基金，基金会，富有的家庭和个人，银行控股公司，保险公司等等。根据 Fenn, Liang 和 Prowse 的报告中的估计，公共养老基金约占 22%，企业养老基金占 20%，富有的家庭或个人占 10%。很明显，有限合伙人既得有钱，对资金流动性的要求又不高，毕竟资金一放就是十年，中间是不允许抽出的。而小企业融资公司的融资渠道就不同，除了富人和机构投资者外，还有联邦政府担保的贷款，上世纪 80 年代中期前贷款和资本比重一般都在 1.3 到 1.4 左右。两类投资公司的资金来源和其他方面的区别在于：1. 是否有债权；2. 总资产是否固定；3. 在股权投资之外，是否进行债权投资；4. 是否有联邦政府直接介入。有限合伙人制投资公司没有债务，总资产固定，只进行股权投资，没有联邦政府直接介入；而小企业投资公司有债务，兼有股权和债权投资，总资产不固定（因为随时可以去得到贷款），贷款由联邦政府担保。

照理来讲，小企业投资公司又有政府帮助，又有资本之外的贷款来源，理应拥有更多的竞争优势，但反而在有限合伙人制投资公司前面一败涂地，原因何在呢？解释很简单。国内经济学家都很熟悉“软预算约束”这个术语。有限合伙人投资公司的约束是硬的，而小企业投资公司的约束则较软，因为在公司成立后其不仅能不断得到贷款（虽然也受联邦小企业管理局监管），而且贷款由联邦政府担保 80% 到 90%。有联邦政府这么大一个后台老板负责买单，预算不软也不行。和代理关系相对应，这里软预算约束也有两层。小企业投资公司所投资的企业知道小企业投资公司能得到较为廉价的联邦担保贷款，在经营上就没有那么谨慎，会冒过高风险，因为一旦出事就有小企业投资公司再注资，反正小企业投资公司有联邦政府做靠山。而小企业投资公司若经营不善，还是能得到担保贷款，即使被清偿，损失的一大半钱则是政府的。这样看来，面对高效率的有限合伙人制的投资公司的竞争，小企业投资公司一败涂地也就不足为奇了。

在讨论解决代理关系方面，一定要讨论风险资本退出机制的作用。国内这方面讨论的很多，尤其是二板市场方面。这里我仅从公司治理的角度来讨论退出机制。从美国的经验来看，同一个企业，如果没有在公开市场上交易，企业的总价值大概是平均年利润的 5 倍。如果上市交易，其价值大概是平均年利润的 17 倍。股权能否在公开市场上交易，价格要差三倍多<sup>7</sup>。所以如果没有一个较为健全的公开市场，投资公司就不会去投资高风险高收益的企业，而会转向较低风险的企业。退出机制另外重要的一面是加强了股权的流动性，使得风险资本在适当时候撤出，这样能使投资者得到合理的回报。有了回报，才能去冒风险，才能承担在其他投资项目下的损失。而只有在较高额的回报下，投资公司才有激励去扶植监控所投资的企业。退出机制另外一个重要的作用是激励作为管理者的一般合伙人。我们知道要很好地激励管理者，委托人必须能较为准确的度量经营的业绩。而实在是没有什么比公开市场上所投资企业的股票价格更能反映投资公司经营业绩的了。而有限合伙制一般十年的固定期限也需要退出机制来维持。因为有固定的期限，一般合伙人就要不断的募集资本成立新的投资公司，而一般合伙人过

---

<sup>7</sup> 通过二板市场的 IPO 其实只是在公开市场交易办法之一，其他的主要办法如被已经上市的企业私下收购，或者采取买壳上市（英文中称 Reverse Mergers）的办法。

去的表现直接影响到将来的集资。这样所谓的“信誉效应”就发挥着约束一般合伙人的作用。

现在再回过头来看汤博士在投资公司方面的建议。很显然，如果“老百姓”的定义只是照《新华字典》上的解释是一般平民或居民的话，汤博士要么是误解了发达国家风险投资的经验，要么是认为在我国特殊条件下可以进行这方面的制度创新。上文已经提及公司治理的两大基本原则：要么是法律能进行严格的监管来保护大量小股东的利益；要么是企业的股权较为集中。和一般公司比，风险资本投资公司治理难度更大，更重要。发达国家风险资本投资公司解决这个问题就是靠股权集中。根据美国国民经济研究局 Mayer, Schoors 和 Yafeh 今年关于德国，日本，以色列和英国四个国家风险资本投资的最新研究，投资公司的主要资金来源是各种金融机构。至于何种金融机构，各国差异很大。在德国，银行更重要；在日本，保险公司占主要部分；在以色列，企业是主要的资金来源；而英国则是和美国一样，公共和企业养老基金占了大部分。从风险资本较为发达的国家的经验来看，风险投资的资金不是直接来源于老百姓，家庭个人出资仅限于富豪阶层，而且只占小部分。当然，有人会问，难道养老基金或保险公司中的钱不属于老百姓的吗？答案其实不难找到。发达国家的金融体系是一个极其复杂的系统，一环扣一环，抽掉中间任何一环都是不可以的。而那些国家有极其复杂的公共和企业养老基金管理体系，养老基金的管理受到联邦和地方政府的严格监管（比如说投资于风险资本的资金占基金总资产的比重等）；保险公司也受到严格监管。不管怎么说，有一点是肯定的，各国尚未将老百姓的钱直接“集聚”起来投入风险资本投资公司。汤博士提出让老百姓的钱不放银行或其他地方而投资于他所说的“专业投资公司”，假定这种投资公司需要达到一定的规模（这样才能“专业”），则要把众多老百姓的钱，而且一定是很长时间内用不着的钱“集聚”起来；可是有那么多老百姓股东或合伙人，股权就会分散，这样一来谁能监督这些专业投资公司的管理者呢？没有监控，谁能保证管理者不转移资产到其他关联企业？谁知道一笔投资的失败是由于专业管理者和外人的串通，还是专业管理者的偷懒，或者仅仅是因为运气不好（毕竟是投资于风险较大的中小企业）？能靠公开市场上的股权交易来进行公司治理吗？那么专业投资公司首先必须很大，这些样才够上市的标准。但问题是，没有那个企业成立时就上市的，上市前怎么办呢？另一个问题是怎么搞清楚投资公司的市场价值？投资公司进行股权投资，而股权投资可是长期投资，很长时间内可以没有一分利润。这样的公司极难定价，不宜上市交易。况且，如果按照汤博士的提议我国要成立“大量面向中小企业的专业投资公司”，国家监管的过来吗？现在证监会监管已有上市企业就已经顾此失彼了，更何况监管这样可以没有收入没有利润的公司的难度要比一般公司可要大的多。可以肯定的说，把“老百姓手中的钱集聚起来”放到“专业投资公司”中去投资中小企业的股权是万万不行的。

## 五．我国中小企业融资改革应避免的误区和今后值得研究的课题

本文首先纠正了汤敏博士在一些金融学基本概念上的错误，指出直接融资并不等于股权融资；接着非常简要地介绍了与本文相关的融资理论，在此基础上就“孙大午事件”和汤博士的建议展开评论，目的是讨论私募直接股权融资和债权融资。本文最后就汤敏博士关于“专业投资公司”的政策建议展开论述，以此讨论间

接股权融资。纵观汤敏博士发表在《财经》上的全文，笔者认为汤博士的对股权融资认识的误区主要在两方面：一是提倡面向较大人群的私募直接股权融资；二是建议将老百姓的钱集聚起来放到专业投资公司，由专业投资公司向中小企业进行股权投资。本文通过理论、我国实际情况和各国实践的详尽阐述，证明了汤敏博士的建议不是什么“柳暗花明之路”，而是没有根基的空中楼阁。汤博士的建议偏离了我国的实际情况，忽视了他国的已有经验，忽视了经济学上对融资问题研究的进展。这些建议不仅不会解决中小企业融资难的问题，而且会造成一定的金融秩序的紊乱，损害老百姓和广大投资者的利益。

笔者认为我国今后中小企业融资改革应该走债权融资和股权融资并重的道路。从各国经验来看，债权融资和股权融资对中小企业的作用是旗鼓相当的；由于内部股权融资比重很高，债权融资实际上要比外部股权融资更重要。Berger 和 Udell 在 1998 年关于小企业融资的文献综述中引用较为可靠的数据指出美国小企业（定义为 500 人以下）的资产结构为：股权占 49.63%，债权占 50.37%，债权略多于股权。股权中企业家的股权占总资产的 33.33%，外部股权占 16.3%；而债权项目中银行贷款和其他金融机构提供 26.7% 的总资产（商业银行提供 18.75%）。所以实际上商业银行贷款的比重高于外部股权融资。汤敏博士在其接受《21 世纪经济报道》的采访中称“从国外发展中小企业的经验看，中小企业最重要的融资渠道并非从银行贷款，而是股权融资”，这种说法从逻辑上没有错，但股权融资不等于外部股权融资，决不能就此得出外部股权融资比银行贷款更重要的结论。关于债权融资，尤其是银行贷款对目前我国中小企业融资的重要性，林毅夫教授(1999,2003)作了较为全面的阐述。

在外部股权融资方面，应避免的误区已经在本文被详细的讨论。笔者的建议有以下几条：1. 政府的作用主要是在建立和完善股权融资的基础设施方面，如在建立更完善的监管体系的同时，考虑在现有的沪深交易所上给更多的优质大型民营企业上市的机会，企业的发展有一个周期，今天的中小企业或许就是明天的大型企业。给大型优质的民营企业这种机会实际上也就是给今天的中小企业股权投资者一个退出机会和希望<sup>8</sup>；政府的作用是制定游戏规则，而非直接参与游戏；以我国目前政府管理水平的实际情况，并吸取美国小企业投资公司的经验教训，政府应避免直接投资于风险资本投资公司或给投资公司提供贷款担保。2. 政府、学者和专业人士应研究我国商业银行、保险公司和养老基金参与风险投资的可行性；各国情况不同，我国有特殊国情，对哪种金融机构的资金适合投入投资公司的问題，应该作综合的研究，必要时可以作试点研究。3. 鼓励拥有高额净资产的民营企业或个人参与“天使资本”投资和风险资本投资，如给以税收上的优惠等；但绝对禁止投资公司在社会上向大量公众筹集小额资金；政府可以考虑限制投资公司股东或合伙人的数目。

---

<sup>8</sup> 关于二板市场国内有众多争论，见林毅夫，李永军（2001）。争论的实质是每年给多少民营企业上市的机会。至于是否要建一个类似 NASDAQ 的市场，除了上市标准外，实际上还涉及交易方式的问题。限于篇幅，本文不加讨论，读者可参考李波，“从纳斯达克股票市场看我国二板市场”。目前我国实际上已有一批大型民营企业达到或接近现行的上市标准，随着我国民营经济的飞速发展，将来符合条件的会更多。公开市场上的直接融资（股权和债权）在各国都越来越重要，我国不能因为其他原因（如保护国有企业和国有银行）来抑制公开直接融资市场的发展；相关的法律、监管和其他配套设施也只有在实践中不断进步。因此对我国来讲，目前一个更有实际意义的争论也许是如何利用已有的两个交易所推动已达到现行上市标准的民营企业上市，同时如何不断的完善配套设施。

在债权融资方面，笔者根据国际上的经验和我国的实际情况，有如下几个想法：1. 进一步放开商业银行市场，每年有计划的批准成立一些全国性或地方性的商业银行，鼓励有优质资产的民营企业投资股权到新的商业银行；只有银行更有效率了，实际贷款利率更低，贷款更方便，才能从根本上防止类似于“孙大午事件”的再次发生。2. 对民企在民间的私人借款，现在法律法规方面比较混乱，进一步的澄清尤为必要。政府应在保护私人契约自由和保护公共利益、维护金融秩序间作出权衡；政府，经济学家和法学家值得对此问题进行深入的研究，针对我国实际情况制定切实有效的法律规定。3. 企业债权融资的一个重要方面是商业信贷，也就是赊购赊销，政府在这方面不应干涉，尤其是不应干涉民营企业的商业信贷（对国营企业可另外考虑，以防止三角债问题的再次发生）；政府的作用应该是保障合同的执行。4. 研究如何推动其他非银行金融机构的发展，如金融公司等；企业融资就是要解决固定资产投资和流动性的问题，金融公司通过租赁厂房设备等业务可以缓解企业对现金的需求，以免将大量资金用作厂房设备投资；而租赁或者抵押贷款的风险比较低，收益较为稳定；进一步的研究可以集中在金融公司的资金来源方面，可以是养老基金，保险公司，商业银行或者是在公开市场上发行股票债券。

希望本文的论述能澄清企业融资方面的一些基本问题，也希望本文对汤敏博士在《财经》上专文的讨论有助于我国政府和诸如亚洲开发银行等国际金融机构在中小企业融资改革方面的政策制定。笔者学识有限，文中错误难免，欢迎指正。

## 附录：

### 1. Abstract:

This paper comments on Min Tang<sup>9</sup> (*Caijing*, Nov. 20, 2003). We point out that Dr. Tang incorrectly treats direct financing as equity financing. Our analysis shows that his policy suggestions for private equity market development in support of small and medium enterprises in China, which ignore important information asymmetry and related transaction costs of different types of equity financing, are based on a shaky foundation. We conclude with suggestions on what mistakes China should avoid in its financial market reform and a few topics for further research.

### 2. 引用文献

胡星斗（2003a），“理想主义的困境”，胡星斗个人网页，  
<http://www.huxingdou.com.cn/>

——（2003b），“拯救中国最优秀民营企业家孙大午的呼吁书”，燕园评论网页，  
<http://edu.beida-online.com/yypl/zhuanti/sundawu.htm>

---

<sup>9</sup> Dr. Tang is chief economist in the China Branch of Asian Development Bank and adjunct professor at China Center for Economic Research (CCER) in Peking University.

- 李波, “从纳斯达克股票市场看我国二板市场”,  
<http://www.wujinglian.net/Recomm/Articles4.htm>
- 林毅夫 (1999), “我国金融体制改革的方向是什么?”北大中国经济研究中心简报系列, 99年第20期
- ,(2003) “关于设立中小银行的几点意见” 50人论坛·北京, 2003年一月六号, [http://www.50forum.org/forum/zjwz/2003/zjwz\\_lyf\\_03010601.htm](http://www.50forum.org/forum/zjwz/2003/zjwz_lyf_03010601.htm)
- , 李永军 (2001), “再论二板市场在我国的发展前景” 中国经济研究中心讨论稿 No.C2001011
- 茅于軾 (2003), “做一个正直的企业家不容易”, 《南方周末》2003年11月6日
- 汤敏 (2002), “进一步启动民间投资是最关键”, 《21世纪经济报道》2002年12月30日
- 汤敏 (2003), “从“孙大午事件”看中小企业融资改革”, 《财经》2003年11月20日
- 许志永 (2003), “一个民营企业的“非法”生存——大午集团成长调查报告”, 搜狐财经主页, <http://business.sohu.com/96/15/article211791596.shtml>
- 张曙光 (2003), “由孙大午案件看中国民企的‘非法生存’” 天则经济研究所主页, <http://www.unirule.org.cn/>
- Akerlof, George. (1970), “the Market for ‘Lemons’: Quality and the Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics* 84:488-500
- Berger, Allen N. and Gregory F. Udell (1998), “The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle”, *Journal of Banking & Finance* 22(1998), 613-673
- Fenn, George, Nellie Liang, and Stephen D. Prowse (1997), “The Private Equity Market: An Overview,” *Financial Markets, Institutions and Instruments* 6 (4): 1-105.
- Myers, Stewart C and Nicolas S. Majluf, (1984), “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221
- Rajan, R.G., (1992), “Insiders and Outsiders: the Choice between Informed and Arm’s-length Debt”. *Journal of Finance* 47, 1367-1399



Mayer, Colins, Koen Schoors and Yishay Yafeh, (2003), "Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and UK", NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Working Paper 9645, <http://www.nber.org/papers/w9645>

### 3. 汤敏：“从“孙大午事件”看中小企业融资改革”，《财经》2003年11月20日版

“孙大午事件”已经引起了社会各方的关注。有人说这是一个“双赢”的结局。但如果这就是最后结局，我个人倒是觉得这是一个“双输”，因为不管是金融当局还是孙大午本人，都还是没有找到解决大午企业融资难的根本办法。

山穷水尽之时，其实尚有柳暗花明之路。这就是走直接融资的路径，换句话说，孙大午的乡亲们不是以贷款、而是以参股投资的方式给企业融资。

首先这种参股投资的方式是合理的。认真分析起来，徐水的乡亲们给孙大午的钱是冒着极大风险的。举例来说，孙大午的投资方式是很奇特的，他借大量的钱来投资收益很低的学校。拿自己的利润去办公益事业是无可厚非的，但如果拿借款来投资，就很值得商榷。从投资的角度来看，这种风险很大。对于他所做的其他一些投资，由于农产品加工市场变化很快，每年因市场的原因倒闭的企业就不在少数。看似孙大午有借有还，随时提取的存款方式很保险，但实际上，借钱给他的乡亲们所冒的风险比把钱存在银行的风险更大。

在商言商，既然承担了风险，就应该有相应规模的回报。孙大午给投资者的年利率为3.3%，回报仅比银行利息稍高，从投资的角度来看与风险是不相配的。合理的安排应该是孙大午出让一部分股份，乡亲们以参股的方式向其企业融资。如果企业赔了，固然大家的钱都赔进去，而企业如果大赚了，大家也都能分到一杯羹。

这种参股的方式又是可行的。国家的法律法规并不反对这种参股式的融资。如果大午企业是股份有限公司，可以通过增资扩股的方式融资；如果大午企业是有限责任公司，按公司法的规定，一个有限责任公司的股东不得超过50人，孙大午可以把需要融资的子项目组成多个公司。这种投资的方式要向投资者们说明钱是用来干什么的。股东对经管方式也有一定的发言权，因此是更透明，更合理的。孙大午还可以是说了算的大股东。如果股份安排上再进一步加强保护小股东的利益，加强部分股东退出的机制，如订出较灵活的回购协议，使急需用钱的乡亲能拿到现金。这样就使投资更有吸引力。

银行贷款可以和这种直接融资相结合。银行的贷款应该主要是抵押贷款，道理与上面说的一样，银行每年从企业所赚的钱有限，而企业如果赚了大钱又不会和银行按比例分享，那么只有在十分保险的情况下，银行才会将钱借给企业。银行的钱是从老百姓那里来的，银行保守一些，原则上并没有错。合理可行的模式是，股东们把钱投进来了，买了机器，盖了房子，拿股东们的资产作抵押，然后

从银行贷款。当然，如果有了很好的抵押，徐水的银行们还不给大午集团贷款，那就是银行的问题了。

这个看似简单的分析的意义在于，它解释了当前解决中小企业融资难的根本出路在于扩大直接融资的渠道。一谈到中小企业融资难，人们马上就抱怨银行。事实上，即使是在市场经济高度发达的美国，中小企业的五年存活率也不到 40%，10 年存活率更只有 13%。银行仅收固定利率，就不愿意承担如此大的风险。中小企业从银行融资难的问题是一个国际难题，道理就在于此。

从企业家的角度来看，风险越大的企业就越愿意到银行去借钱，因为对他来说，这种融资方式的成本最低。全世界的中小企业都在抱怨银行，但是当企业家们把这道理想清楚后，就不要去做无用功。这些企业家在没有足够抵押时应该忍痛割爱，拿出一些股份给别人分享。对企业家来说，企业发展不起来，拿 100% 的股份也没有用。

对于政策制定者而言，当务之急是疏通对中小企业直接融资的渠道。相对于别的国家来说，我国特别缺的是大量面向中小企业的专业投资公司。它能把老百姓手中的钱集聚起来，以专业的方式寻找好的中小企业，并把赚到的钱拿回来与投资者分享。国际经验证明，大力发展对传统行业中小企业的创业投资公司或基金，能较快、较大规模地缓解中小企业融资难的问题。从这一角度看，金融改革的重点，要从死盯着银行、死盯着股票市场的思路中跳出来，优先解决中小企业直接融资中所遇到的法律、法规以及机构建设中的障碍，是解决当前社会上最突出的就业难题，中小企业发展难题，以及化解资金过于集中在银行的风险的一条事半功倍路子，而且见效甚快。

“孙大午事件”的出现是个坏事。但如果因此能使企业家们、投资者们与政策制定者们走出融资政策误区，调整金融改革的方向与重点，最后倒真的可能出现一个“双赢”的局面。