

美国小企业融资的理论和经验分析

□ 何剑

雇员在 500 人以下的小企业是美国经济的重要组成部分,美国小企业占总企业数量的 96%, 2002 年达 2.29 千万, 雇用了 50.1% 的私人劳动力, 解决了 69% 的就业问题。

美国小企业的发展得益于融资机制的健全, 今天的微软当初就是得到风险资本的支持才发展壮大的。我们有必要探讨美国对小企业融资的理论基础, 总结和提炼出美国的实际经验, 以期获得一些启示。

一、美国小企业融资的理论渊源和基础

美国关于小企业融资的理论解释非常丰富。这些理论总的思路是论证小企业融资是否较大型企业困难, 解释小企业融资难的原因, 分析影响小企业融资的因素, 探讨小企业融资的途径等。这些理论分析, 主要是为政府的小企业发展和融资政策提供理论基础和依据。

1. 非对称性信息理论和信贷配给理论。该理论由 Stiglitz and Weiss 于 1981 提出, 他们认为银行和企业间的信息不对称导致逆向选择和风险, 所以银行信贷的供给必然不是利率的单调增函数; 在竞争性均衡中, 信贷配给就会出现。该理论的推论是, 当市场上有各种类型的借款者时, 由于信息的不对称, 有些人尽管愿意支付再高的利率也会遭到拒绝。

2. 金融中介理论。非对称性信息理论的分析导致了金融中介理论的出现 (Diamond 1984, 1991, Ramakrishnan and Thakor 1984, Boyd and Prescott 1986), 这一理论强调银行的信息优势, 并认为有关系的借款能得到借款者质量有关信息的可靠保证。早期 Greenbaum, Kanatas, and Venezia (1989), Sharpe (1990), and Wilson (1993) 的模型提出利率随时间而增加, 但后来通过对小企业融资的大量数据分析所做的实证, Petersen and Rajan (1993) and Boot and Thakor (1994) 提出的模型最终认为贷款利率和关系的时间长短成反比。

3. 关系理论。Petersen and Rajan (1994) 实证了企业及其贷款者的关系程度怎样影响对企业的可贷性和贷款成本。建立与贷款提供者紧密关系的主要好处在于能获得较多的资金, 然而他们发现对贷款的成本影响较小。如果是与多个贷款者建立更为广泛的关系的话, 仅会增加借款成本, 减少借款额度。总之, 关系是重要的, 但这对数量的影响比对借款成本的影响更大。Berger and Udell (1995) 对借贷额度的价格和非价格因素影响分析应用

到小企业, 其结果是, 借贷者之间的关系是解决与小企业有关的信息不对称的重要机制, 关系时间越长利率越低, 越不需要抵押。

4. 银行规模理论。一些学者从银行规模和结构的角度研究小企业的融资问题。Strahan 及 Weston (1998) 的规模匹配理论则认为, 银行的规模与对小企业的贷款有很强的负相关性, 大的金融机构更愿意为大企业贷款而不愿为小企业提供融资。而银行业结构的变化也会影响小企业融资。Berger Allen N. 等人 (1998) 首次在 1997 年研究了银行的收购与兼并 (M&As) 对小企业贷款的影响, 其结论是银行合并的静态影响是减少了对小企业的借贷, 但大多会被其他银行的相应反映而抵销。Strahan 及 Weston (1998) 调查了给中小企业提供贷款的银行之间的关系, 包括银行的规模及复杂性, 银行的合并。他们考虑与银行业规模分布变化相关的对小企业借款有影响两个潜在因素, 一是组织的不经济会随着银行规模的扩大而增加小企业借款的资金成本, 另一方面规模的多样化会增加对小企业的融资。他们首次发现单位资产的小企业借款会随银行规模先升后降, 而小企业的借款水平则是其规模的单调增函数。其次, 银行的合并会增加对小企业的贷款, 而其它类型的兼并和收购影响甚微。

5. 因素影响理论。除了规模和关系外, 还有许多因素影响着小企业的融资。Cavalluzzo, Cavalluzzo, and Wolken (2002) 分析了信贷申请、拒绝贷款和利率在借款者性别、人种及种族间的差别。此外, 他们还检查了那些据称即使申请也会受到拒绝而没有申请借款的业主的资料数据, 其研究发现非洲籍和白人男子遭到借款拒绝的情况大不相同。

6. 竞争理论。信贷市场的竞争对借贷关系及以小企业的融资利益也会有影响。Petersen and Rajan (1995) 提供的一个简单框架表明, 信贷市场的竞争程度在决定借款关系价值中极其重要。当信贷市场较为集中时债权人更愿意借款给有信贷约束的企业, 因为债权人更容易将对帮助企业融资的好处内化。Cavalluzzo, Cavalluzzo, and Wolken (2002) 则发现, 有证据表明在企业当地的银行市场竞争加剧时各类不同借款者间的差别会减少。

7. 位置距离理论。源于上一世纪末的信息革命也对小企业的融资起到了重大的影响。在地理位置方面即使小企业与其贷

款人之间的距离增加,由于信息传递和获资料获取的无障碍,他们可以更私人化的方式加以沟通。经过对系统性变化加以记录和分析后, Petersen and. Rajan (2002) 证明了小企业的地理位置差异不会影响融资的差异,他们还发现较偏远的企业并不需要最高质量的信贷条件,这表明这些企业较易进入信贷市场。这证明了在现代信息技术支持下,金融机构对小企业的融资发生了巨大的变化。

8. 贸易信贷理论。小企业除了从金融机构借款外,还可以有其它的来源。尽管许多理论解释了为什么非金融机构也对小企业借款,但缺乏较为实例的实证检验。Petersen and. Rajan (1997) 对此进行了有益的尝试,他们证明了当金融机构的借款难以获得时,企业会相对更多地使用贸易信贷,短期贸易信贷会常规性地用来减少交易成本,而中期的贸易信贷则成为最终融资手段的一种形式。供货商愿意对企业借款仍是源于在获得购买方信息方面的竞争优势,他们可能更有能力使商品变现。

二、美国小企业融资的实践经验

1. 政府对小企业的融资支持历史悠久,建立了专门的管理机构。美国政府对小企业融资最早可追溯到 1932 年,当时美国政府专门成立了重建金融公司 RFC(The Reconstruction Finance Corporation),其作用是对各类受大萧条影响的企业包括小企业提供政府的融资项目支持,以减少金融危机。在二战期间,大企业受惠于国防合约而中小企业难以竞争,为了帮助小企业参与战时产品的生产并给与金融支持,国会于 1942 年还创建了 SWPC (Smaller War Plants Corporation)。SWPC 对私营企业直接提供贷款,鼓励大型金融机构对小企业给与信贷安排,并在政府采购和大型商务方面照顾小企业的利益。

SWPC 于战后解散,其借款和合约功能转给了 RFC。此时,辖属商务部的 OSB(Office of Small Business)同样承担了类似于后来成立的小企业管理局 SBA(Small Business Administration)功能的一些职责,其主要服务是教育培训,因为美国政府当时认为信息和专才的缺乏是中小企业失败的主要原因。在朝鲜战争期间,美国创立了另一个处理某些小企业事务的战时机构 SDPA(the Small Defense Plants Administration)。SDPA 的功能与 SWPC 类似,SDPA 仅对小企业是否有能力完成政府合约给予确认,最后贷款的授予权仍属 RFC。

到 1952 年,一项动议提出解除 RFC。为了延续其功能,总统艾森豪威尔提出创建一个新机构小企业管理局(SBA)。美国因此于 1953 年 6 月 30 日出台了小企业法,依照此法 SBA 应运而生,从此 SBA 作为一个永久性的联邦政府机构,成为美国最主要的扶持小企业发展的政策性政府机构。从 1958 年以来,SBA 开始为小企业从事的风险资本项目;到 1964 年,SBA 开始从事公平机会信贷项目 EOL(the Equal Opportunity Loan),EOL 旨在对低于一定财产水平得不到金融扶持的企业放松信贷和多边要求。进入 20 世纪 90 年代以来,政府对小企业的融资支持空前加大,在 1990 年到 2000 年期间的 10 年时间内,仅 SBA 就支持了 435000 个

企业获得超过 946 亿美元的贷款,这一数量大大超过了 SBA 在 1991 年之前其成立以来的总规模。从 1953 年成立以来,SBA 通过其各种机构和项目向 2000 万个小企业提供了贷款、贷款保证、合同、咨询活动等直接和间接的支持,目前 SBA 大约 219000 个贷款组合项目价值高达 450 亿美元。在全美国甚至在全球,没有一个机构像 SBA 这样对小企业融资起到如此重大的作用。

为支持小企业的发展美国不断对小企业的融资进行调查和研究,上一世纪五十年代美联储的调查研究发现,小企业不可能得到他们所需要的信贷以及时跟上技术进步的步伐,于是 1958 年出台了投资公司法,并由此建立了小企业投资公司 SBIC(the Small Business Investment Company)。SBIC 主要通过长期债务和股权投资,为私营高风险的小企业的进行风险资本投资。

现在,为小企业融资的政策性贷款机构有小企业管理局(SBA)、美国进出口银行(EIB)、商务部以及贸易和发展机构(TDA),提供政策性担保的机构是小企业管理局(SBA),政策性的投资基金是小企业投资公司(SBIC),二板市场融资机构是美国 NASDAQ 市场和美国 OTCBB 市场。这些机构通过各种项目的实施相互配合,形成了一整套较为完备的专门为小企业融资的政策性金融体系。

2. 政府对小企业融资支持力度虽大,但支持的重点和方向十分明确。在融资的企业对象上,美国政府对小企业直接贷款的数量有限,只向那些有技术创新能力、或致力于创新研究的小企业直接贷款。小企业管理局 SAB 对小企业的直接贷款的方式有三种情况:一是向那些具有较强的技术创新能力和较好发展前景的中小企业提供直接贷款,如果两家以上商业银行都拒绝向中小企业提供贷款,则由小企业管理局直接向符合条件的中小企业发放贷款,这是美国唯一的政府直接资助而且利率低于市场利率的优惠贷款;二是向遭受自然灾害的小企业提供自然灾害贷款;三是对小企业的创新研究进行资助,向小企业提供商业银行不愿涉足的风险投资。小企业投资公司 SBIC 则从联邦政府获得优惠的贷款支持,其融资方式可以是低息贷款,也可以购买和担保购买公司的证券,投资方向主要是小企业发展和技术改造。

在融资形式上,信用保证制度是美国小企业使用率最高且效果最佳的一种金融支持制度,政府金融支持的形式更多的是提供担保。这种担保是有方向性的,美国政府并不是对所有的银行贷款给予担保,而是对符合其扶持重点和要求的小企业授予。美国小企业管理局对中小企业最主要的资金帮助就是担保贷款、商业银行贷款与金融协助(融资担保)。具体做法如下:一是一般担保贷款;二是少数民族和妇女所办小企业的贷款担保;三是少量的“快速车道”贷款担保;四是出口及国际贸易企业的贷款担保。

在融资的环节和领域上,政府扶持的重点是鼓励出口。为了增加小企业在国际市场的竞争能力,2001 年的小企业法专门规定,对涉及国际贸易的产品及服务的新建工厂和设备,要加大长期资本的支持力度。小企业管理局 SBA 的具体做法:一是成立了美国出口帮助中心,该中心号称一站式商店(One-stop shops),

专门对出口市场、贸易融资、咨询和技术支持提供信息和知识；二是设立出口工作资本项目，提供出口前的融资、信用证、保险等；三是设立国际贸易信贷担保项目，对涉及出口并致力于扩大出口能力的企业，或者受到进口竞争不利影响的企业提供帮助和支持。

3. 小企业融资形式多样化，但内源性融资仍是重点并呈现融资成长周期的特点。美国的小企业拥有多样化的融资方式和充足的融资渠道。美国小企业的融资方式与大企业一样，主要体现在股权融资和债权融资两个方面，但比例和具体形式却大不一样，据美国 1993 年组织的全国性普查统计，股权融资占 49.63%，债权融资占 50.3%。

在股权融资方面，一是内部人融资 (insider finance)，主要是企业主本人，主要所有者股权占了所有者权益资产的 2/3，大约占总资产的 31.33%。二是外部股权融资 (outsider finance)，占股份总额的 16.45%，包括天使资本 (angel capital) 和风险投资资金。天使资本的提供者通常是熟悉该投资行业及企业主的个人，主要包括企业主的朋友和家庭成员，他们直接提供资金给初始阶段的新设企业；风险投资资金则较天使资本提供更为正式的融资渠道，80% 的风险资金是由独立的有限合伙风险基金供给，剩余的由诸如银行持股公司之类的金融机构下属分支所提供。在债权融资方面，一是金融机构的资金，商业银行贷款是债权融资中占的比例最高的，为 18.75%，财务公司贷款占 4.91%，其他金融机构资金占 3%；二是非金融机构融资和政府资助，其中贸易信贷达 15.78%，它占美国小企业债务性融资的 30% 左右，其他企业提供资金占 1.74%，政府资金占 0.49%；三是个人资金，主要业主提供 4.10%，信用卡占 0.14%，其他个人占 1.47%。

美国小企业虽有多样化的融资渠道，融资结构上仍是内源性融资为主。这种内源性融资一方面来自股东，另一方面来自企业内部积累。根据上述数据分析，企业所有者提供了大部分的资金，如果将所有者股权、所有者借款、个人信用卡贷款计算在内共占 35.57% 的比重，大于占比达 26.66% 的金融机构贷款，股权融资明显大于金融机构贷款。在外部资金来源上，美国政府主要是通过担保基金加以诱导促使商业性金融机构对小企业贷款，但小企业的规模不经济以及普遍存在的信息不对称，导致商业性金融机构对中小企业贷款不足，小企业并不是商业性金融所青睐的放款对象。所以通常美国中小企业的长期融资额中有 20%~90% 来自企业内部积累。而在 20 世纪 70 年代到 90 年代中期，美国内部融资占全部资金来源的比重由 61.5% 上升到 82.8%。

美国小企业的发展还呈现出融资成长周期的特点。当企业成长时，会获得进一步发展，并且信息也逐渐公开透明化，这时企业的融资需求和选择就会发展相应变化。越小的企业、越年轻的企业、越是信息不透明的企业，他们越要依赖内源性融资，贸易信贷和天使资本；当进一步成长时，他们会寻求金融中介的支

持，如私募性质的风险资本、银行及财务公司的融资；如果企业仍然生存并继续发展，就会获得公众股权和公开性债务市场的融资安排和支持。

4. 高新科技小企业的融资得到高度重视，形成了市场化的自动融资机制。从融资的角度看，小企业可分为制造业型、服务业型、高科技型以及社区型等几种类型。西方国家在解决小企业融资难问题是各有侧重的，而美国则高度重视高科技型小企业的融资问题。高新科技企业从创办开始一直到结束对融资有不同的要求，涉及到如何进行融资进入和如何进行融资退出。创投基金解决了融资进入的问题，NASDAQ 市场则解决了融资退出和后续融资问题。美国通过创业投资基金和 NASDAQ 二板市场两大相机构成的法宝，成功地使高新科技小企业融资得以市场化地自动生成。

创业投资是高新技术小企业发展的孵化器和催化剂。美国官方的小企业投资公司和民间的风险投资公司是小企业筹资的重要来源之一。目前美国小企业投资公司达 300 余家，民间的风险投资公司有 600 余家，他们一方面为那些融资困难的中小企业提供贷款和无担保或担保不充分的贷款，以促进中小企业的科技开发和创新能力，另一方则对勇于进行创新投资的中小企业投入资金以获取高额回报。创业投资基金的作用是十分显著的，在九十年代美国所有上市的公司中有约 30% 得到过创投基金的支持。

小企业由于规模小，其股票难以上市到一般的股票交易市场与众多的大企业竞争，但由于 NASDAQ 市场的开辟，美国最具成长性的公司中 90% 以上得以在该市场上市融资。NASDAQ 市场除创造了小企业新的资金来源外，还有力地促进了创业投资基金的发展，它不仅给创投基金提供了一个退出机制，还形成了一个不断滚动的资金循环，不断给其他新兴的高新技术小企业进行融资。

三、结论与启示

美国对小企业的融资，不仅有丰富的实践经验，而且有坚实的理论基础，但经历了较长的时间才得以有如此之局面。中国小企业发展时间不长，但随着中国经济的高速发展，应该有更大的发展空间和机遇。由于中国的市场化进程还需时日，所以中国小企业的融资机制的完善既有巨大的机遇，也有较严峻的挑战。这种挑战一方面来自于企业内部的融资环境，另一方面来自于外部的融资环境。有必要切实保护个人财产，切实树立个人合法财产神圣不可侵犯的形象，使中小企业的内源性融资能得以发展。要在全社会建立较为广泛的征信体系，使诚信成为个人与企业融资的一种成本函数。政府要充分认识中小企业在中国经济发展中的重要作用，并对中小企业融资的运作特点有正确认识，这样才能对中小企业融资给予政策性扶持，并建立必要的支持机构。 □

作者系广东商学院金融学院副教授