

中小企业融资与场外交易市场建设

许伟 朱未萍

(江南大学商学院 江苏无锡 214122)

【摘要】 场外交易市场是多层次资本市场的重要组成部分,场外市场的建设将极大地改变中小企业的融资状况。本文立足我国目前场外交易市场发展的基础,根据发展多层次资本市场与中小企业融资对接的机理,提出了发展我国资本市场场外交易市场的相关建议。

【关键词】 中小企业融资 场外交易市场 风险防范

中小企业是国民经济的重要支柱,在促进科技进步、调整产业结构、增加就业、扩大出口等方面发挥了十分重要的作用。但不可忽视的是,我国中小企业正处于规模扩张时期,目前融资难是制约中小企业发展的最大问题。

场外交易市场(OTC)是专门为解决中小企业的融资问题而设计的融资平台。中小企业通过场外交易市场获得低成本、充足的长期资本供给,可改善企业的融资结构、加大企业研发和市场经营资金投入、促使中小企业迅速成长。有了场外交易市场,还能利用证券市场的筹资功能,满足中小企业进一步发展的资金需求,使企业实现跳跃式发展。中小企业利用场外市场的直接融资,不仅可以解决资金匮乏的问题,而且可以获得发展的规模效应和外部效应。因此,有必要进一步拓宽中小企业的融资渠道,建立新的资本市场来满足那些不符合主板上市条件但又具有高成长性的中小企业的融资需求。

一、中小企业融资渠道分析

从融资主体的角度可以将中小企业融资方式划分为三个层次:一是外源融资和内源融资;二是根据资金供求双方交易选择的方式将外源融资划分为间接融资和直接融资;三是对直接融资和间接融资可再作进一步细分。表1列出了中美中小企业融资来源及其各自占比情况。

表1 中美中小企业融资结构(渠道)

融资方式	内源融资		外源融资		
	自有资金	银行贷款	发行债券	股票融资	其他
中国	60%	20%	0.3%	0.6%	19.1%
美国	30%	42%	5%	18%	3%

由表1可见,我国中小企业的发展资金很大程度上依赖于内源融资,占比达60%。而在美国中小企业的资金来源中,内源融资占30%左右,显著低于我国中小企业内源融资的比率;外源融资中银行贷款融资我国中小企业与美国中小企业也存在成倍的差距,我国中小企业贷款融资占比仅20%,而美国中小企业贷款融资比率达到42%。两国中小企业银行贷款存在差距的主要原因是我国银行体制高度集中,贷款机构主要是几家大型国有商业银行,缺少面向中小企业服务的银行

和金融机构。中小企业由于规模小、经营风险高、信息不对称程度高等原因,难以获得满足企业发展需求的银行贷款。

由表1还可以看出,我国中小企业的直接融资占比不到1%,而美国中小企业的直接融资占比达23%,这一差距反映了我国中小企业的直接融资渠道不畅,这与我国证券市场起步较晚有关。可见,我国中小企业的融资难问题,本质上看是内源融资和外源融资的结构失衡以及融资渠道不畅,特别是直接融资渠道还有相当大的拓展潜力。

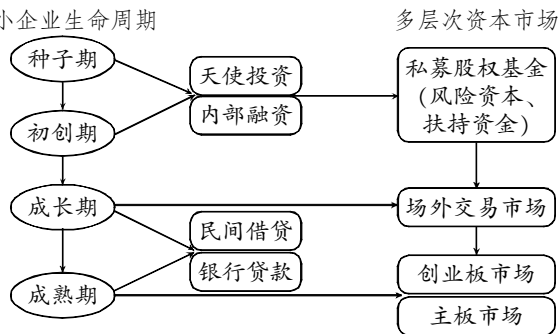
二、中小企业融资与多层次资本市场对接的机理

场外交易市场是一个范围极广且模糊的概念,泛指一切证券交易所以外的市场。场外交易市场是指在证券交易所以外的、为满足特定融资主体的融资需求和投资主体的流动性需要,而根据一定的制度安排进行的证券发行与证券买卖活动的所有证券交易市场的通称。

目前我国的主板市场已初具规模,但由于企业上市受到总体规模和指标方面限制,加之上市资格条件要求相对较高,因此我国沪深两个证券交易所主要是大型、成熟企业进行融资的场所。虽然2004年和2009年在深圳证券交易所先后开设了中小企业板和创业板,满足了一部分中小企业的融资需求,但大部分中小企业融资难的问题仍未解决。到目前为止,两个板块上市的企业总数未超过1000家。相比我国4000万户的中小企业规模而言,大部分中小企业都不符合在证券交易所上市的标准,即便交易所再继续降低标准,交易所的集中审核方式也无法满足数量众多中小企业的申请要求,这样的速度远远不能解决中小企业的融资需求问题。

根据企业生命周期理论,中小企业的成长至少要经历四个阶段:种子阶段、初创阶段、成长阶段及成熟阶段。不同阶段中小企业对资金的需求是不同的,同时市场对处于不同阶段的中小企业的资金供给也是不同的。种子阶段和初创阶段的中小企业,资金来源几乎是内源融资和自愿投资,另外私募股权融资在初创期也可提供一些资金支持。处于成长阶段的中小企业需要更大数额的资金来扩大规模,但因企业规模、技术和风险等原因使得企业在这个阶段很难从银行获得贷款融

资，而场外市场在这个时期可以为企业提供持续性的资金保障。处于成熟期的中小企业在技术、管理和市场方面相对成熟，信贷资金开始大规模进入，这个时期的中小企业待满足一定条件后就可以申请在创业板或主板上市融资。中小企业生命周期与多层次资本市场对接具体如下图所示：



场外交易市场是专门为解决中小企业的融资问题而设计的，场外市场的设计理念符合中小企业的特质。另外，场外市场对于中小企业的挂牌要求较低，如美国场外市场的挂牌仅要求有三个做市商同意为企业做市即可申请挂牌。我国中小企业大多处于规模扩张时期，一般很难满足证券交易所市场的上市条件，而场外交易市场可以很好地满足中小企业的融资需求，拓宽中小企业融资渠道。中小企业通过场外交易市场获得低成本的长期资本供给，既可解决资金匮乏的问题，又可获得发展的规模效应和外部效应。场外交易市场的设计理念正好与成长期中小企业小额、多次的融资特点相匹配，能更为便捷、高效地为中小企业提供融资服务。

三、我国场外交易市场建设方面的探索

1. 场外交易市场的特点。

(1)北京模式。2001年6月12日经中国证监会批准，证券公司可以其自有或租用的业务设施为非上市公司提供股份转让服务的业务系统，这个由证券公司代办股份转让系统也称三板市场。其后，中关村科技园区创办了非上市股份公司转让报价系统，被称作“新三板”，其与三板市场的原有业务在设立目的、交易方式、上市条件等方面均存在着实质性的差异，主要目的是为解决高科技企业原始投资的退出通道问题，也为主板、中小企业板和创业板培养上市资源。

中关村新三板市场在财务等方面的要求较低，只要有主板券商的推荐并且有盈利即可挂牌交易。其交易方式是买卖双方向主板券商报价，之后买卖双方直接交易，不设涨跌幅。目前，中关村园区企业在新三板的挂牌数为76家，分别占园区内十大产业企业和全部企业的0.6%和0.47%。

另外，北京还有国家级高新区54个，区内共有5.37万家企业。按照10%的挂牌率来测算，新三板最终的挂牌企业数量会超过5000家，是现有中小板和创业板市场的5倍。

(2)天津模式。天津股权交易所(简称“天交所”)是天津市人民政府依据国务院关于“为天津滨海新区设立全国性非上市公众公司股权交易市场创造条件”的批示而设立的公司制交易所，2008年9月在天津滨海新区注册营业。天交所的目标是建设一个具有投资价值、充满活力又高度自我稳定、集中

统一的非上市公司股权交易市场，成为中国主板市场、中小板市场、创业板市场的必要补充和重要基础支撑。

目前，天交所市场主体初具规模，市场制度和市场体系不断完善。相比主板市场和创业板市场而言，天交所挂牌上市标准降低了许多。天交所采取混合交易制度，包括实行从发达国家成熟资本市场引进的做市商制度。经过两年多的发展，天交所目前挂牌企业数量达到77家，总市值达115亿元，业务范围覆盖全国18个省市，在安徽合肥等城市设有分市场，注册合格做市商券商83家。其“小额、多次、快速、低成本”的直接股权融资方式很受中小企业的青睐。

2. 区域市场——苏州模式。江苏苏州设立了苏州沙湖股权投资中心，总投资额约2.5亿元人民币，中心构建了完整的股权投资产业链：小额贷款、创业贷款、创业融资；财务咨询；专业律师事务所和会计师事务所；产权交易中心。沙湖股权投资中心通过建立区域性场外交易市场，为中小企业提供企业债券、股权交易融资服务平台。通过这个融资服务平台，为企业设计个性化的融资方案，促进融资企业与投资机构无缝对接，并整合资源，为企业提供政策咨询、管理咨询等业务服务。该投资中心于2009年5月正式运营，目前入驻股权投资管理团队超过20支、管理基金超过30只、担保及小额贷款公司3家，管理资金规模超过150亿元。沙湖股权投资中心入驻的机构已累计为250多家企业提供了股权融资，为300多家企业提供了贷款担保或贷款资金支持。其所投资企业已有8家成功上市，并形成了逐年上市的项目梯队。

四、场外交易市场与中小企业融资对接存在的问题

1. 市场容量不大，准入标准不一致。场外交易市场为中小企业标准化程度不高的股份提供了流通场所，但目前场外市场的挂牌企业数量还很少，提供的融资额占整个中小企业融资总额的比例还很低。可见，市场容量问题是目前遇到的首要问题，而进行扩容的有效办法就是降低挂牌上市的标准。那么这个标准怎么订，降低到什么程度？目前我国的几个场外交易市场制定的交易标准并不一致，具体见表2：

表2 场外市场挂牌企业的标准

各地模式	挂牌企业条件	
	原则要求	财务指标
苏州沙湖股权交易中心	创新型企业	未定
天津股权交易所	持续经营两年以上的股份有限公司	全国市场和区域市场有不同要求
北京新三板	存续满两年的中关村科技园区企业；非上市股份有限公司	经营已有盈利，且是由主板券商推荐的高新技术企业

由表2可以看出，苏州沙湖股权交易中心尚无具体的标准，只要求是创新型企业。天交所和新三板都有相应的标准。其中新三板相对于天交所而言，挂牌条件要宽泛许多，在财务指标上没有过多要求。两种模式都根据各自的定位设立了不同的标准，随着市场的发展还会进行相应的调整。

天交所对于全国市场和区域分市场在财务指标方面分别有不同的要求，如天交所对企业在全国市场上挂牌上市的条件

件是:上市前两年连续盈利且净利润不低于1 000万元,或上市前一年营业收入不低于5 000万元且最近一年净利润不少于500万元;上市前一年年末净资产不少于2 000万元且不存在未弥补亏损;公司股本总额不少于1 000万元。

2. 制度有待完善,风险还需控制。场外交易市场是中小企业融资的重要渠道,为资金需求方和资金供给方搭建了便捷的服务平台。场外市场能够解决中小企业资金需求的问题,在一定程度上降低了交易信息的不对称程度,降低了投资者的信息搜寻成本,并能够对投资者和中小企业形成一定的约束机制,增加了交易的规范性。而且,场外市场还为风险投资提供了有效的退出机制,促进了资金的流动性。

但由于场外市场融资主体的中小企业大多处于发展初期,资本规模较小、业绩也不稳定,因而企业在拥有潜在发展空间的同时还存在着巨大的经营风险和财务风险。这就决定了场外市场的投资主体是以资金实力雄厚、风险承受能力较强的机构投资者为主,如保险公司、证券投资基金公司等。此外,一些风险偏好型的个人投资者也可以从事场外市场的交易,如天交所目前允许个人投资者参与交易。

目前,场外市场的风险主要由两大方面产生:一是中小企业成长中的不确定性因素会给场外市场交易带来较高的风险;二是场外市场交易制度、信息披露和市场监管等方面的不完善所带来的风险。如何防范及化解这两方面的风险,是场外市场在发展中所必须考虑的问题。只有场外市场的风险降低了,资金需求方和资金供给方才会更加主动地进入场外市场寻求交易,才能促进资源的优化配置。

五、对策建议

1. 扩大市场规模。目前,扩大场外市场的容量最直接和最快捷的办法有两个:

(1)在原有的准入标准要求下,将场外市场的业务向全国推广,在全国现有的北京模式、天津模式的基础上积极构建各地的分市场。其中,天交所已经在努力打造全国市场和区域分市场,积极推进各地分市场的建设。新三板的扩容也是箭在弦上,各地高新园区都在积极申报作为扩容试点。因而,应因势利导,积极扩大现有场外市场的交易量。

(2)适当降低现有的准入门槛。作为多层次资本市场建设的初级层次,场外市场的上市门槛自然应低于主板和创业板市场。不过,由于我国场外市场尚处于初创阶段,在交易制度、信息披露和市场监管等方面还不够成熟,实行类似美国OTCBB市场的宽松准入标准风险极大,因此我国场外交易市场在挂牌标准上应有一定的限制。借鉴国外场外交易市场的发展经验,我国场外市场的挂牌要求应以低门槛、高标准为原则,在企业规模、发行数量和盈利要求方面降低门槛,但要求企业有高度集中的业务范围、严密的业务发展计划、完整清晰的业务发展战略和较大的业务增长潜力和成长性,以保证场外交易企业的质量。待场外市场逐步完善后,再慢慢放开准入标准,让更多的中小企业进入场外市场交易。

2. 积极防范和化解场外市场的风险。

(1)对于中小企业自身带来的风险,可以通过以下两种途

径来化解:①在准入机制上规范市场参与主体。市场发展前期,对于中小企业的准入应严格按照上述的要求,由保荐机构进行详细的调查和信息披露,并由场外市场管理部门进行审核。同时,对投资者也应提出严格的要求,在市场发展前期应该尽可能对风险承受能力强的机构投资者开放,等市场稳定后再逐步对个人投资者开放。②在准入机制完善的基础上,交易制度应该引进国外成熟的做市商制度,并且在条件允许的情况下尽量要求企业挂牌的保荐机构也做市商,这样的好处是可以有效解决信息不对称问题,降低交易风险。

(2)对于场外市场本身的风险,可以采取以下三种措施来化解:①场外市场功能的发挥是基于其本身具有较完善的信息机制和市场规则的假设。没有规则的市场会引起交易成本的增加而导致市场交易无法继续进行。因此,要逐步完善场外市场的信息机制和规则,对市场主体的投融资行为进行适当的约束,以实现场外市场的资源配置功能。还需完善信息披露制度并加强市场监管,严格控制投机交易和内幕交易,降低市场的交易风险。②在市场环境方面注意发挥中介机构对于场外交易市场建设的重要作用,要求中介机构独立行使职能。会计师事务所、律师事务所、资产评估公司等中介机构要充分保持独立性和公正性,为各参与主体提供优质的服务。为此,要建立适当的规范框架,保证中介机构功能的正常、高效发挥,同时要中介机构进行严格的筛选和考核,以更好地保障各方的利益,促进市场健康地发展。③主板和创业板市场的运作是以严格、规范、统一、公开、透明为理念的,而场外市场的运作则是以宽松、扶持、有利投资和交易为出发点的。其中政府扶持对于场外市场的发展至关重要,在场外市场的初创期尤其需要政府更多的扶持。政府一方面可以通过给予中小企业挂牌交易的补偿和税收等方面的优惠来缓解中小企业的资金压力,另一方面可以通过建立风险补偿基金等方式,给予投资者一定的投资风险补偿,待市场发展成熟、各参与方的风险承受能力逐步增强,可以逐步取消这些扶持政策。

总之,场外交易市场的设计理念是满足中小企业的融资需求,这对于改善中小企业融资现状将发挥重要作用。目前全国场外市场主要有新三板和天交所两种模式,区域市场除了苏州沙湖股权交易中心更多的是北京和天津模式的分市场。政府对场外市场要进行适当的规范和引导,更要注重前期的扶持工作。要利用各种模式逐步解决发展中存在的问题,完善我国场外市场的建设,更好地为中小企业融资服务。

主要参考文献

1. 唐伟文. 银行抢滩中小企业贷款. 新财富, 2011; 4
2. 李学峰. 中小企业融资难的内涵与其信号传递和信息显示. 金融教学与研究, 2005; 2
3. 安璐. 我国场外交易市场构建研究. 天津财经大学论文集, 2010
4. 王铁军. 中国中小企业融资 28 种模式. 北京: 中国金融出版社, 2004
5. 郭成林. 新三板扩容“结构性”利好 A 股三类公司. 上海证券报, 2011-03-25