

21世纪经济报道记者 李玉敏 北京报道

民营经济作为中国经济的重要组成部分，其中的重要性不言而喻。近年来，中国民营企业面临的营商环境不断改善，不过也有部分企业在经营发展中遇到不少困难和问题，有企业家形象地比喻为“三座大山”：市场的“冰山”、融资的“高山”、转型的“火山”。

如何通过政策的引导，金融的创新，拓宽企业的融资渠道？为此，21世纪经济报道记者（下称“《21世纪》”）专访了清华大学国家金融研究院的副院长、上市公司研究中心主任王娴老师。

王娴表示，企业的发展，都要经过初创期、成长期、成熟期，这样的发展周期。各个阶段的融资需求和可选择的工具也是动态变化的。一个优秀的企业家，应该审时度势，在不同的发展阶段，去选择合适的融资途径和工具，在遇到融资瓶颈时，作出必要的让步，最终让企业穿越死亡地带，成长为一家成熟的企业。同时，企业家也要练好内功，一方面是提高质量和效率，另一方面是完善公司治理和切实履行法定义务，这是改善自身融资条件的根本。

《21世纪》：中小企业面临融资难可以说是一个世界性的难题，在搬走中小企业“融资的高山”方面，政府和银行可以做哪些工作？

王娴：

当下很多民营企业面临着严峻市场的压力，也面临着融资的困境，特别是中小民营企业。中小企业融资难，可以说是一个世界难题。实际上这是跟中小企业的特性相关联的。中小企业成立时间短、规模小、经营的不确定性高，所以无论是债权人还是股权投资人都面临比较高的风险。高风险影响了投资人的投资意愿，相对来说，融资就会比较困难。中小企业还有一个问题就是信息不对称。因为中小企业财务的规范性、公司治理的有效性都还不够，所以投资人天然的面对着信息不对称的问题，又进一步降低了投资人的投资意愿。这些因素结合起来，就使中小企业面临非常困难的融资局面。

90年多前的上世纪30年代，英国的麦克米伦爵士对英国的中小企业融资进行调查之后，提出来一个著名的“麦克米伦缺口”(Macmillan Gap)。所谓的缺口，就是中小企业的融资需求和供给之间有一个比较大的差距。麦克米伦缺口的存在，被称之为世界性难题，因为它具有普遍性。

至于银行和政府能否发挥作用？在一个有效的市场中，按照“阿罗德布鲁”定理，会形成一个出清价格，这是，需求等于供给，就不会有“缺口”。就是说，如果有需求，就会有相应的供给来满足，无非是价格更高，供需的缺口就可以被弥补。但

是按照著名经济学家斯蒂格利茨的研究，银行融资中面临“逆向选择”的问题。如果把价格提上去的时候，高风险借款人更愿意接受高的利率，而优质的借款人可能会退出市场，市场就充斥着高风险的借款人，导致我们讲的柠檬市场的出现。在这个情况下，银行更多的愿意选择“信贷配置”，通过信息挖掘去识别“优质”的借款人，解决信息不对称问题，银行就是以出清价格之下的价格给优质借款人提供信贷支持。

解决中小企业融资难的问题，我想全球的政府都在努力。因为大家都非常地清楚，中小企业在各个国家的经济中都扮演着非常重要的角色。政府能发挥什么作用？在我看来更多的是优惠的税收政策，为中小企业创造良好的发展环境。其次是在市场准入方面，给中小企业平等地对待，营造一个公平竞争的市场环境。我国的监管机构为引导银行支持中小企业融资，也出台了很多的措施，比如，中小企业贷款增长的“两个不低于”等的要求。在我看来，对于中小企业而言，“打铁还得自身硬”，中小企业也得不断地提高自身的竞争力，改善经营管理，才能改善自身的融资条件和环境。

《21世纪》：中小企业融资难的问题90年前就已经提出了，解决这个问题不仅是银行政府的责任，也需要中小企业自身努力。中小企业在不同的生命周期中，它的融资需求有何不同，哪些金融工具可以满足？

王娴：

企业都是有生命周期的，任何一个企业都是从创始人创建的小企业开始逐渐的成长壮大的。不过不同的行业，不同的产业，企业成长的周期不同，大致都会经历“初创期、成长期、成熟期、衰退期”这样一个生命周期。

在企业的初创期，融资难的问题更加突出。在这个阶段，企业需要投入大量资金以有效实现科技成果的产业化或者商业模式的奠定，并接受市场的检验，且面临技术、市场、运营、财务等诸多风险。通常的来看，创业型企业，它的资金来源主要是“三个F”。分别是首先创始人创始人（founder），第二就是他的家人（family），第三个就是朋友（friends）。

随着企业的壮大，它的商业模式的确定，这个时候可能VC会进来。上世纪90年代之后，进入了互联网的时代。互联网企业具有一个特征，大的企业更能够在竞争中取得竞争的优势，大才能实现规模经济和网络外部性，呈现“赢家通吃”的特点。这样的企业它要么成为“赢家”，要么就被“赢家”吃掉，所以在初创期和成长期，融资就显得尤其的重要。我们大量的互联网企业在成长过程中，都是采用零付费甚至补贴的方式来赢得竞争的，就需要“烧钱”。初创期和高速成长期的企业，投资也是高风险的，而固定收益的债权型融资，它们只能获得固定的回报，而不能像股权投资那样分享企业高速成长的收益，所以，通常来说，债权型融资并不会非常

青睐这一类高速成长的企业。这一阶段的企业更多的还是依赖股权融资，我们也看到很多的企业，这个时期的企业大量地引入PE/VC这样的股权融资。这时创始人就面临一个非常大的难题，控制权的问题。

当企业进入成熟期之后，银行就会来拥抱它了。因为这个时候企业已经非常的稳健，规模也足够的大，商业模式也已经建立，这个时候银行进来之后它可以获得比较稳定的收入。经常我们听到一句话，“银行不会雪中送炭，而往往是锦上添花”。就是说当“织锦”已经织就的时候，银行等债权融资就是容易获得了。当企业进入衰退期，面对被“淘汰出局”的危险，借助并购重组市场实现转型升级，是其在此阶段的一个选择。所以，处于不同成长阶段的企业，会有不同的融资的工具。而这些融资或金融服务并不是一个企业想要获得就能有的，这也依赖企业自身的一些特性。作为企业家，在各个阶段，你面临什么样的融资的困境，有什么样的工具可以选择？企业家是资源的整合者，一个优秀的企业家，他应该审时度势，在不同的发展阶段，去选择合适的融资途径和工具，在融资合同谈判时要作出必要的让步，最终的目标是让企业在竞争中胜出，尽可能快地穿越死亡地带，成为一个成熟的企业。

《21世纪》：您刚才提到股权融资不可避免地要稀释到创业企业家的股权，在您看来，有些什么方式或者安排可以让企业家保持对企业的控制权？

王娴：

融资合同实际上都是谈出来的。作为融资方的企业家来讲，当迫切地需要资金的时候，可能要做出让步，就是接受稀释股权。也有一些工具，比如，有差别投票权的股份，可以“一票一股”也可以“一股多票”。同股不同权制度，可以使得企业在获得融资的同时，保持对企业的控制权。但是我特别想讲的是，企业家如果什么都要，既要融资又要控制企业，不懂得在两者之间去权衡的话，可能就不会得到资金或者丧失发展的机遇。因为你要知道，投资者也是要为了他资金的回报和安全性才投资的。投资的安全性对于股东来讲，就是要有股东大会投票的权利，要在董事会有代表替自己来有效地监督企业的控制人，这样才能保证自己的权利。

《21世纪》：在我们国家IPO上市是一个非常重要的融资渠道，但是它的成本跟代价也是有的。比如，2018年之后，股权质押爆仓的问题，是不少民营企业所面临的，如何避免这种情况？

王娴：

这个问题本来是可以避免的，这是企业家如何决策的问题。为什么在2018年出现了很多的企业股权质押被强制平仓，导致控制权易手的问题。我个人是非常希望这一事件能够“坏事变好事”，用市场的力量，约束无序扩张。

关于爆仓，我专门写过文章。回到为什么企业的控股股东会把股票去质押再融资？甚至有上百家公司的控股股东，质押率达到了90%以上。这就意味着，控股股东在上市公司之外，还有另外一块业务需要融资，实质是一个企业家同时在做两项业务。在上市公司之外，还要融资去投别的业务，而且期望这块业务做大之后，上市公司再把它高价买回来。这种做法，我们用一句话叫“风险过度承担”。因为你把自己的股权90%都质押了，银行可以在达到约定的平仓线自动平仓的，所以意味着上市公司股东承担着控制权随时可能丧失的风险。2018年当股市下跌，一些公司面临控制权易手，一些地方政府就出来纾困。所以，当时政府做出了救助民营企业的时候，其实我个人是不太赞成的。我是希望这一次教训，应该让民营企业了解到不要过度风险承担。

《21世纪》：为了留住人才、激活企业创新活力，不少企业都考虑员工股权激励计划，这对企业有什么利弊？

王娴：

无论是企业的股东也好，员工也好，我们要回到一个基本的判断，就是人与人之间，股东、员工与企业之间都是存在利益冲突的。那么，企业的员工有自己的利益诉求，企业有自己的利益诉求，在这种情况下，我们希望通过股权、期权的激励，把员工的利益和企业的利益结合在一起，使它一致化。这样员工就会想企业所想，急企业所急，这样就能提高企业的经营管理水平。

员工激励，总体来看可以提高企业的估值和股价，使得持有股权或者期权的职工也能够获得收益。但是有一个问题来了，当企业的员工持有股份的时候，无论是股权还是期权，它都有个行权期，到行权期的时候，员工就希望公司的股价是涨的。在美国出现了一个非常著名的案例，就是2001年的安然事件。因为公司的CEO、CFO、董事等期望在行权阶段把股价炒高，就通过一些不正当的手段造假，造假之后导致了非常大的丑闻。过度激励会导致激励扭曲，可能会埋下风险的隐患，这也是我们需要高度重视的。

《21世纪》：确实作为民营企业，发展初期可能公司治理也不规范。但是成长壮大后，特别是上市成为公众公司，需要规范和完善公司管理，履行信息披露，企业和控股股东有哪些责任？

王娴：

如果公司做大了，能够IPO上市成为一个上市公司，它跟中小企业最大的不同是投资者是一般公众。这些投资者根本就不认识这个公司和CEO，只能通过公开披露的信息来了解企业的状况，并做出投资决策。所以监管部门最重要的是建立强制信息披露制度，使得所有的投资者都公平地获得真实准确完整及时的信息。

信息披露的义务人首先是上市公司，公司的董监高，也是披信息披露的义务人。中国《证券法》也要求公司的董事、独立董事、董事长、总经理、财务总监，以及审计师等，都要对财务信息披露的真实准确完整负责。如果这些义务人没有履行信息披露义务的，都要承担相应的行政或者刑事责任。

为了保护中小投资者的利益，一个非常重要的途径就是完善公司治理，公司治理的另一个目的，也是为了保证信息披露的真实准确和完整。欧盟的上市公司，股权高度分散，公司的CEO和管理层就成为代理人，他们还有可能通过内幕交易等侵害股东的利益。所以，欧美的公司治理准则，它特别强调的是对管理层的监督。而在中国，我们的很多上市公司往往是控股股东控制的，有的还是控股股东和CEO合一的，在这样的特殊股权结构下，代理人实际上也是控股股东，控股股东向公司及全体股东负有信义义务。在历史上，屡见不鲜的是，实际控制人通过关联交易等来掏空上市公司。因此，要完善公司治理，强化董事会的监督，引入独立董事制度来保护中小股东的利益，重要事项表决要大股东回避等等。所以，对一家上市公司来讲，公司治理是非常重要的。同时，还需要证监会的行政监管，交易所的自律监管，以及媒体和投资者的监督，才能形成市场的合力，促使上市公司真正有效地履行义务，成为投资者信任的公司。

(统筹：马春园)

更多内容请下载21财经APP