

中小企业融资优序分析

——以会稽山绍兴酒股份有限公司为例

李婧薇

德阳科贸职业学院 四川德阳 618300

摘要：融资优序理论探讨了企业在信息不对称环境下的资本结构与融资方式选择。对于信息流通不畅的中小企业，融资优序理论具有特别的现实意义。中小企业通常更依赖内源融资，而在外源融资时优先选择债务融资，尤其是银行贷款。然而，由于银行贷款限制条件较多，中小企业难以通过发行债券和股票融资，因此往往转向亲朋好友借款或通过民间借贷来融资。在我国，中小企业融资顺序通常是企业自我资本积累、银行贷款和民间借贷，这与融资优序理论的先内部后外部、先借债后股的次序一致。这种理论不仅为企业在不同信息环境下的融资选择提供了理论依据，也为中小企业在实际融资过程中提供了指导。通过合理选择融资方式，中小企业可以更有效地优化资本结构，降低融资成本，提高市场竞争力。

关键词：融资优序；信息不对等；债券；中小企业；民间借贷

中小企业在社会经济中扮演着重要角色，无论是发达国家还是发展中国家^[1]。自改革开放以来，我国中小企业在社会主义经济体制中占比超过92%，对国民经济的发展贡献巨大，是经济发展的重要组成部分。这些企业以其灵活性和创新性促进了经济健康持续发展，创造了就业机会，提高了居民收入，并为国家财政收入做出了重要贡献^[2]。然而，随着经济进入“新常态”，增速放缓，中小企业面临巨大的压力和挑战。融资及融资优序问题对其持续发展尤为关键。在这一背景下，提升中小企业的融资知识和能力对于其做大做强和健康发展具有重要意义。解决融资优序问题对中小企业的发展至关重要。本研究旨在分析中小企业融资难的现状及原因，提出切实可行的解决办法，以帮助中小企业克服融资困境，促进其健康发展。

一、融资优序理论

融资优序理论，或称“啄食顺序理论”，由麦基勒夫（Majluf）和梅耶斯（Myers）于1984年提出，探讨企业融资方式和资本结构^[3]。该理论认为，由于企业管理者和外部投资者间的信息不对称，企业倾向优先使用内源融资（如内部员工或亲友筹资），然后是发行债券，最后才考虑发行股票。外部投资者因信息不足，可能低估新发行股票的价值，导致股票价格下跌，企业市场价值减少^[4-5]。

与国外不同的是，国内中小企业在融资时考虑便捷性和成本因素更多。例如，张萌（2016）指出，中小企业在制定融资策略时会优先选择融资便捷性更高，成本较低的内部融资方式或者外部短期借款方式，而股权融资方式因其融资周期长、限制多、要求高被列为备选方式^[6]；孙益奎（2021）则认为，我国中小企业普遍更倾向使用民间借贷，这种方式更方便快捷^[7]。

无论是国内还是国外，中小企业融资策略选择都是先内部后外部，在内源融资上，国外更倾向于向内部员工和亲友借钱，国内更偏向于使用公司原始资本积累；向外融资的选择上，国外更倾向于债券股票，国内更倾向于民间借贷。

本研究通过案例分析解释中小企业在融资优序上的问题，包括企业内部和社会大环境的影响及改善措施。结合中文和外文参考文献，采用理论与实践相结合的方法，并进行数据统计分析与典型案例分析。阐述中小企业的融资优序概况，说明融资优序的理论依据、特点、现状，指出我国中小企业在融资优序上的问题并分析原因。并通过具体案例，指出中小企业在融资优序方面的具体问题，提出相应的看法及改善措施。

二、我国中小企业融资特点及途径

在基于互联网数据的分析中，发现我国中小企业的融资选择与“啄食顺序理论”既有相似之处，也体现了中国特色经济体制的特殊性^[8]。我国中小企业倾向于内源融资，如依赖内部员工、亲友或民间借贷。在外部

作者简介：李婧薇（1997.10-），女，汉族，四川成都人，硕士，助教，研究方向：市场营销。

融资中，中小企业优先选择债务融资，主要依靠银行贷款。然而，银行信贷限制多、门槛高，导致中小企业难以获得银行贷款，加之企业规模小，难以通过发行债券或股票融资，往往转向亲友借款或民间金融筹资。因此，我国中小企业的融资顺序为：自有资本积累、亲友借款、银行贷款、民间借贷，与融资优序理论相一致。

与发达国家相比，我国中小企业的融资结构存在明显问题，融资比例失衡严重。发达国家中小企业68%的融资来自上市、产权交易、发行债券和基金等直接融资渠道，而我国直接融资比例仅占5.6%左右。我国民间借贷规模巨大，小微企业的直接民间融资比重更大，这不仅挑战企业发展，也给社会监管带来难题。

三、案例分析——以会稽山绍兴酒股份有限公司为例

(一) 公司简介

会稽山绍兴酒股份有限公司创建于1743年，最初名为“云集酒坊”，1915年获得绍兴黄酒首枚国际金奖。公司年产黄酒十万千升，占地52万平方米，被誉为“东方名酒之冠”。1951年更名为“云集酒厂”，1967年改为“绍兴东风酒厂”。2005年改为“会稽山绍兴酒有限公司”，2007年9月29日更名为“会稽山绍兴酒股份有限公司”，精功集团成为第一大股东。

(二) 融资历程

1993年10月，绍兴东风酒厂与香港益通食品有限公司合资成立“东风绍兴酒有限公司”，总投资近2000万美元。1994年8月，总投资1.6亿元人民币，在绍兴黄酒城启动新建计划，如表1。

表1 1994年会稽山股权结构图

序号	股东名称	出资额(万美元)	股权比例
1	东风酒厂	1,018.98	51%
2	香港益通	979.02	49%
合计		1,998	100%

2005年12月，“东风绍兴酒有限公司”更名为“会稽山绍兴酒有限公司”，2007年9月更名为“会稽山绍兴酒股份有限公司”，启动股份制进程并召开第一次股东大会。如表2。

表2 2007年会稽山股权结构图

序号	股东名称	股份数(万股)	股权比例
1	轻纺城	10,200	51%
2	精功集团	9,800	49%
合计		20,000	100%

2009年10月，精功集团与北京汇富银创业投资有限

公司、绍兴云集投资有限公司、杭州恒越投资有限公司分别签署了《股权转让协议书》，收购了该三家企业所持的会稽山绍兴酒股份有限公司的全部股份，如表3。

表3 2009年会稽山股权结构图

序号	股东名称	股份数(万股)	股权比例
1	精功集团	13,200	44%
2	轻纺城	10,200	34%
3	绵阳基金	5,000	16.66%
4	上海盛万投资有限公司	800	2.67%
5	浙江涌金中富投资有限公司	800	2.67%
合计		30,000	100%

2014年8月25日，公司在上海证券交易所成功挂牌上市，成为国内黄酒行业第三家上市企业，证券代码601579。上市后的股权结构比例如下：

表4 2014年会稽山股权结构图—有限售条件的股份

序号	股东名称	股份数(万股)	股权比例
1	精功集团	13,200	33%
2	轻纺城	10,200	25.5%
3	绵阳基金	5,000	12.5%
4	上海盛万投资有限公司	800	2.0%
5	浙江涌金中富投资有限公司	800	2.0%
合计		30,000	75%

表5 2014年会稽山股权结构图—无限售条件的股份

1	社会公众股	10,000	25%
---	-------	--------	-----

(三) 融资途径

会稽山绍兴酒股份有限公司的控股股东是精功集团，源于1968年成立的绍兴经编机械总厂。2000年11月，原厂长金良顺收购了精功集团第二大股东浙江宝业建工集团的股权。2001年3月，精功集团的第一大股东杨讯经济实业总公司将股权转让给杨讯桥镇集体资产管理公司及金良顺，使后者成为实际控制人。

精功集团的融资顺序符合融资优序理论。首先进行内部集资，精功集团持有会稽山绍兴酒股份有限公司44%股权，轻纺城持有34%。精功控股早期持有轻纺城26.12%的股份，但在2010年和2011年减持至7.42%。轻纺城曾控股会稽山绍兴酒51%，但公司上市初期主营业务收入大幅下滑。

在内部融资不足的情况下，公司选择增资扩股。2007年至2009年，公司每年进行一次增资扩股。2007年引进6家投资公司，轻纺城持股41.63%。2008年，精功集团注资1750万元，成为第一大股东，持股41.20%。

2009年，公司从精功集团拆借1.7亿元人民币购买浙商银行股份，后出售股份获8552.03万元转让收益。

当内部融资不足时，会稽山绍兴酒股份有限公司选择公开发行股票。2016年，公司通过非公开发行9736万股A股，发行价13.64元/股，募集资金1.34亿元，扣除承销费用后实际募集资金净额为1.40亿元。

（四）案例评析

会稽山绍兴酒股份有限公司的融资历程大致遵循融资优序理论，即“先内后外”，“先债后股”。在扩张过程中，公司首先注重内部管理，特别是财务和融资管理，聘请专业管理人员，建立完善的融资和财务制度，确保财务信息的真实性，并高效利用内外部资金以减轻融资难题。公司还重视企业文化的培养，制定并执行详细预算计划，优化融资资金的使用，确保融资过程和步骤的落实，实现资源的有效利用。

会稽山绍兴酒建立了适合中小企业的内控制度、财务制度和融资制度，避免了“独断管理”及家族式管理。公司按期偿还债务，信守承诺，通过合作与研发投入保持竞争力，实现扩张时以最低成本进行内部融资。

然而，融资过程中存在一些问题。例如，2010年公司因资金短缺减持了轻纺城25%的股份，虽然缓解了资金困境，但轻纺城主营业务收入下跌，长期减少了总利润，突显了融资时未充分考虑成本最小化原则。此外，即便上市融资困难，公司股票债券融资效率仍较低。

四、中小企业融资优序存在的问题

中小企业在我国国民经济中发挥着关键作用，研究其融资优序对促进发展至关重要。笔者探讨了我国中小企业融资优序的历程、难点及特点，并总结了主要问题：

内部融资优先：中小企业通常优先使用内部利润进行投资。在资金紧张时，企业倾向于向地下金融机构贷款，尽管地下金融利息高。2016年《中国地下金融调查》显示，2015年地下信贷规模达7403-8164亿元，占金融市场67%，凸显其对中小企业融资的重要性。

融资优序错误：由于中小企业数量多且质量参差不齐，许多企业因融资优序错误而负债或破产。员工流动性大导致内部融资困难，企业转向地下金融或民间借贷，常因偿还难度增加而面临高利息负担和破产风险。

融资机制问题：中小企业内部融资机制混乱，优序不重视，偏向“来钱快”的地下金融，削弱了企业的抗风险能力和创新竞争力。同时，国家法律法规不完善和政府支持不足使得融资优序难以有效实施。

总体来看，中小企业融资挑战源自市场环境、内部

管理和政策支持的不足。

五、中小企业融资优序改善建议

（一）中小企业融资优序因遵循的原则

“先内部后外部”原则：政府应首先优化中小企业的内部融资环境，提升企业内源融资能力，并鼓励内部员工参与企业发展^[8]。在内源融资能力增强后，再拓展外部融资渠道，并提供制度和机构保障。政府支持应以可持续发展为指导，增强企业自身“造血”能力，对无法恢复的企业应及时淘汰，以避免资源浪费。

“先债务后股权”原则：政府应优先考虑债务融资渠道，再考虑股权融资渠道^[9]。债务融资成本通常低于股权融资，适合短期盈利能力较弱的中小企业。多数中小企业对股权融资的外部干预较为排斥，而债务融资能更好地激励企业经营者，合理增加外源融资比例有助于企业决策符合市场需求。

综合完善融资优序制度原则：自2016年经济增速放缓后，中小企业压力加大，需加快转型。政府应在固定资产折旧和税收补贴方面给予支持，如借鉴香港“资本减免”政策，对购置生产设备的企业提供“首期免税折旧额”，将采购价值的65%计入当年成本，从而减少所得税。这种措施可以降低企业当年税负，降低投资和融资风险，提高企业生成能力，对政府税收也有利。同时，我国金融市场改革需破除国有商业银行与地下金融机构的内部不平衡，推动其协调发展。应评估中小金融机构的合法地位，实现中小企业与这些机构的无缝衔接。中小金融机构因其灵活和手续简单，适合中小企业融资需求，有助于降低交易成本。政府应监管其合法运营，刺激国有银行改革，鼓励多样化融资渠道，如众筹和相互保模式^[10]。同时，针对资产担保和信用问题，政府应整顿行业，制定合理担保收费规定，确保担保服务公平、合理。

（二）中小企业融资优序建议

1. 优先发展中小银行，解决融资难题

我国金融资产68%集中在大型国有银行，这些银行倾向于向大企业贷款，中小企业融资困难。中小银行在数量、地域分布和资产规模方面不足，市场准入和监管不明确。借鉴欧美经验，我国应建立中小银行存款保险制度，发挥民间资本作用，推动中小银行发展。国家需改善中小银行市场环境，逐步取消限制，使其在产品种类和借贷权限上拥有更多自主权，从而更好地满足中小企业融资需求^[11]。

2. 规范和引导民间借贷健康发展

截至2016年9月，我国民间借贷市场规模超过五万

亿元。政府应出台《放贷人条例》，规范民间借贷，明确各方权利义务。鼓励合法金融活动创新，如众筹、P2P，同时严厉打击非法集资和高利贷，建立公平透明的金融市场。应汇总金融改革经验，允许规范的民间金融组织合法转型为小金融机构。利用大数据和互联网技术，建立直销银行和网贷平台，提高融资效率和规范性^[12]。

3. 积极推进中小企业债券市场建设

2017年中小企业债券融资规模为849.26亿元，占企业债券总额的1.58%。我国应加快债券市场发展，放宽中小企业债券融资条件，简化申报和审批程序，引入市场机制评估债券价值^[13]。鼓励集合票据和债券，增加财政支持和贴息补助，扩大私募债试点范围，以满足中小企业的融资需求^[14]。

4. 逐步完善资本市场体系，扩大股权融资规模

我国股权市场层次有主板、中小板和新三板，但存在“倒金字塔”现象，不利于长期发展^[15]。应加快中小板、创业板和场外市场的制度建设，放宽准入门槛，帮助创新型中小企业以较低成本上市融资。政府需协调区域竞争和资源分配，整合市场资源，建立大型场外交易市场，覆盖更多中小企业，满足其融资需求^[16]。同时，完善法规政策，加强对民间借贷的法律监督，鼓励金融机构提供更多融资产品，支持中小企业发展^[17]。

结语

中小企业在现代社会中扮演着关键角色，是国民经济的重要组成部分。它们不仅在于平抑经济波动和分摊风险方面发挥着重要作用，还在完善市场体系和推动经济体制改革中起到不可替代的作用。然而，尽管中小企业在快速发展，它们在融资上仍面临许多问题。由于规模小和抗风险能力低，它们在融资优序上处于劣势，这导致了融资难题的突出表现。在中国，中小企业在融资过程中常常出现管理理念、发展目标与实际融资策略不匹配的情况，这使得企业发展缓慢、停滞，甚至面临资金链断裂和破产的风险。因此，我们应采取措施，优先发展中小银行，解决融资难题；且规范和引导民间借贷健康发展；同时，积极推进中小企业债券市场建设；此外，逐步完善资本市场体系，扩大股权融资规模。

参考文献

[1] 孙德美. 优序融资理论视角下支持中小企业融资

的策略研究[J]. 商业会计, 2014, (20): 36-38.

[2] 黄柳西. 浅析中小企业融资难的动因以及解决办法[J]. 市场论坛, 2017, (10): 40-42+65.

[3] 刘颖. 关于中小企业融资问题的探讨[J]. 武汉大学学报(社会科学版), 2010.

[4] 杨骁. 中国房地产上市企业的绩效研究——基于资本结构的视角[J]. 现代营销(经营版), 2018(09): 158-159.

[5] 闫先东, 朱迪星. 货币政策与企业投融资行为: 基于最新文献的述评[J]. 金融评论, 2018, 10(03): 94-111+125.

[6] 张萌. 我国中小企业融资方式选择的影响因素研究[D]. 西北农林科技大学, 2016.

[7] 孙益奎. 中小企业融资管理存在的问题及对策探讨——以Z公司为例[J]. 现代工业经济和信信息化, 2021, 11(06): 159-161.

[8] 隋忠超. 民营企业债务融资风险及防范对策研究[D]. 云南财经大学, 2018.

[9] 彭牧青. 民营企业投资风险分析与控制研究[J]. 财会通讯, 2014, (20): 121-122.

[10] 李杰辉. 基于竞争行为视角下的中小企业融资行为研究[J]. 统计与决策, 2015, (10): 186-188.

[11] 张朝洋. 中小银行发展缓解了中小企业融资约束吗?——来自中国中小企业板的经验证据[J]. 浙江金融, 2015: 63-69.

[12] 刘铭凯. 台湾地区中小企业融资状态研究[D]. 苏州大学, 2010.

[13] 林毅夫. 中国经济专题[M]. 北京: 北京大学出版社

[14] 郑羽. 互联网金融——中小企业融资新模式[J]. 内蒙古煤炭经济, 2018: 79-80.

[15] 杨晓波. 基于金融结构视角的中国中小企业融资问题研究[D]. 天津财经大学 2015.

[16] Myers, Majluf. Corporate Financing and Investment Decisions When They have Information that Investors do not have [J]. Journal Financial Economics, Vol.13, 1984: 187-222.

[17] M.C Jensen and W.H.Meckling. Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency costs and ownership structure[J] Journal of Financial Economics.