

地方债券与中小企业融资初探

罗思荣,宓明君

(杭州师范大学 法学院,浙江 杭州 310036)

摘要:中小企业陷入融资困境其根本原因在于融资难,当前为应对全球金融危机而采取的中小企业金融支持政策并不能从根本上解决中小企业的融资难问题,因而也不能使中小企业从融资困境中解脱。直接融资虽然是发达国家中小企业筹集资金的主要渠道,但在中国现阶段却是不现实的,解决中小企业的融资问题必须另辟蹊径,通过发行地方债券,可以为中小企业融资开辟新途径。

关键词:地方债券;中小企业;融资困境

中图分类号:D922.28

文献标志码:A

文章编号:1674-2338(2010)06-0114-06

2008年下半年,世界金融危机对我国经济造成负面影响日益明显,而中小企业首当其冲,一是国际市场需求大幅度下滑,二是中小企业融资困难更加凸显,中小企业至今没有从积极的财政政策和适度宽松的货币政策当中直接受益。据国家统计局和工信部统计,到2008年年底,全国中小企业中歇业停产或者倒闭的大约占7.5%,城镇就业更加困难,2500万左右的农产品返乡。据人民银行浙江分行2009年一季度企业家问卷调查显示,中小型企业的经济指数分别比2008年四季度下降了4.87%和18.00%,这个状况不仅影响我国经济的复苏,而且直接影响保增长、保民生、保稳定的发展目标。而各方普遍认为,国际金融危机冲击下的我国经济能否真正的走出低谷,关键是广大中小企业的活力能否得到完全恢复;中小企业是否能持续发展的关键则是改善其融资服务。为此,中央政府出台了密集的政策以确保中小企业的平稳较快发展。

2008年,中央出台扶持中小企业的政策共27项,其中涉及中小企业金融支持的为20项。^①但是这些政策并未能完全纾解中小企业的融资困境,就其原因则不一而足。笔者认为,目前出现的中小企业的融资困境,全球性的金融危机只是一个诱因,融资机制的不健全才是其根本原因,因此,要摆脱中小企业的融资困境,就要探索建立健全的融资机制,而不仅仅是发布一些临时性的金融支持措施。

一 当前中小企业融资困境及其原因

融资难并不是我国中小企业因金融危机而面临的新问题。在我国的法律制度环境中,我国企业的融资渠道主要包括银行贷款等间接融资方式和发行债券、股票等直接融资方式。而无论是2005年修改前后的《公司法》《证券法》,都对企业通过发行债券、股票募集资金规定了严苛的实质和程序要件。早在2003年8月中国人民银

收稿日期:2010-09-25

作者简介:罗思荣(1962-)男,浙江武义人,杭州师范大学法学院教授,主要研究方向民商法;宓明君(1972-),男,浙江岱山人,西南政法大学2010级博士研究生,浙江工业大学法学院副教授,主要研究方向经济法、商法。

^①“2008年国家出台的保持中小企业平稳较快发展的主要政策”。<http://www.sme.gov.cn/web/assembly/action/browsePage.do?channelID=1172982990367&contentID=1230097550125>.

行的统计数据显示,我国中小企业融资供应的98.7%来自银行贷款,[1]即直接融资仅占1.3%。另一方面,据国家发改委2003年年底对中小企业发展较好、信用担保机构较多的省份的调查,中小型企业银行融资的拒贷率为56%;[2]到2007年底,中小企业贷款额占全部贷款额的比重只有约一成。^②

在宽松的经济与金融环境中,融资难仅仅是一种制度环境而已,事实上中小企业仍然可以通过非规范的融资方式或者说通过非正式的制度安排筹集到大量的资金,如通过地下“钱庄”、民间高利贷、连环担保甚至非法民间集资等方式。这也有着其自身的内在理性,一方面企业缺钱而通过正当的法律渠道又难以筹集;另一方面,社会存在着大量的闲散资金而又缺乏投资渠道。因此,双方基于对经济前景的良好预期便能一拍即合,相互合作,实现双赢。实际上,此类非规范的民间融资模式在民间资金充裕的江浙地区是长期存在的,早在20世纪70年代末,温州民间就流行以“抬会”等集资模式来取得原始资本,发展民营企业。但是,由于缺乏制度保障,民间筹资模式脆弱,各种因素都可能导致企业资金链的断裂;而社会因素——如宏观经济预期恶化、宏观调控导致社会金融环境恶化等,使资金链断裂成为一种普遍的社会现象,从而引发社会矛盾。据浙江省高院院长齐奇透露,全省2008年一季度受理民商事案件上升幅度高达34.34%,其中借款、担保等案件上升幅度达到68.65%;因企业陷入经营困境而引发的劳动争议案件,增幅高达92.78%;民间借贷纠纷案件同比上升82.20%,且个案诉讼标的额上升达3倍。^[3]

由此可见,中小企业的融资困境非一日之寒,融资难、融资不规范和信用危机之间存在着紧密的内在逻辑联系。融资难的制度环境直接导致了不规范的融资模式;而不规范的融资模式隐含着严重的信用危机;任何外界因素都有可能引发这种信用危机,而信用危机一旦爆发,便会带来一连串的社会问题。因此,全球性的金融危机只是我国目前中小企业陷入融资困境的导火索,其真正的本质原因是融资难的制度环境。同时,也必须认识到,融资难的制度环境和不规范的融资模式是一对孪生姊妹,如果能够对不规范的民间融资模式加以正式的制度安排,那么融资难的制度环境就能得到根本的改观。

二 当前我国中小企业金融支持政策的局限性

2002年6月29日通过的《中小企业促进法》为扶持中小企业发展提供了法律依据和法律保障。根据该法规定,对中小企业的金融支持主要包括三个方面,即国家财政支持、信贷支持和直接融资支持。但是,迄今为止,我国并没有形成更为全面的扶持中小企业发展的法律体系。在金融支持方面,也没有出台相对稳定的法律法规,而是根据实际情况出台一些关于中小企业金融支持的政策。这些政策从内容上来讲主要限于两个方面:一是财政扶持,包括税收减免、提供中小企业发展专项基金、设立中小企业创业投资引导基金等;二是信贷支持,主要是鼓励、引导金融部门加强对中小企业的贷款。笔者认为,相对于目前中小企业所面临的融资困境及其原因,当前的金融支持政策具有明显的局限性,表现在:

第一,政策目的偏离。密集的金融扶持政策是在全球金融和经济环境恶化、国内中小企业生存与发展受到严重威胁并因此影响国内经济与社会持续稳定发展的背景下出台的。因此,从根本上来讲,当前的金融扶持政策的根本性目的并不在于解决中小企业融资的长期性问题,而是为了应对国际金融危机,进而实现保民生、促发展的国民经济目标。正是基于这种政策目的,当前金融扶持政策内容并没有涉及长期以来各界广泛关注的中小企业的直接融资的问题。

第二,金融支持政策的稳定性与长效性有待考量。较之于立法,政策本身具有临时性和不稳定性的特点。当前中小企业金融支持政策的出台背景和其所隐含的根本目的,表明它只是应对现实的一种救急措施,其稳定性与长效性更易导致人们的质疑。人们普遍猜测,在中央加大货币投入的情况下,未来我国经济必然面临着新一轮的通货膨胀,彼时,实行从紧的货币政策也将势在必行。当前的中小企业金融支持政策只是我国政府宏观调控政策体系中的一环,它必将随着不同时期宏观调控的具体目标的变化而伸缩。

第三,金融支持政策覆盖不均。当前的金融支持政策并不能使大多数中小企业在融资中普遍获益,它对企业融资的影响,会因企业的区域分布、行

^②数据来自 <http://finance.sina.com.cn/chanjing/b/20090513/23526222055.shtml>

业分布以及企业个体差异而有所不同。这是因为,一方面,大多数金融支持并不直接来源于中央财政资金的安排,它会因地方财力、区域经济水平和金融水平而受到影响;另一方面,无论是财政资金支持的配置还是金融机构的贷款发放,都会将企业的个体素质和行业前景作为重要的参考因素。因此,在这种情况下当前的中小企业金融支持政策实施的后果可能会出现一种马太效应,即不容易获得融资的企业还是得不到融资,而容易获得融资的企业更容易获得融资。

第四,金融支持政策的力度和刚性效力不足。按照现有的政策,金融支持的力度是有限的。如根据《中小企业发展专项资金管理办法》第七条的规定,专项资金无偿资助的额度,每个项目一般控制在300万元以内。每个项目的贴息期限一般不超过2年,贴息额度最多不超过300万元。这对于一个企业来讲无疑是杯水车薪。另一方面,金融支持政策大都体现为对金融机构的鼓励与引导,但是,根据“麦克米伦缺口”^③的原理,从中小企业信贷市场退出是银行的最优选择。^[4]因此,柔性的政策劝说并不能根本改变金融家们唯利是图的利益选择。

上述中小企业金融扶持政策的局限,决定了其不可能从根本上解决中小企业融资所面临的长期问题,甚至也不可能在眼前取得立竿见影的效果。只有通过建立和完善中小企业的融资机制,才能从长远上解决中小企业的融资难题,从而走出它所面临的融资困境。

三 中小企业直接融资:制度的困惑

自20世纪90年代以来,我国开始逐渐发展证券市场,从而开启了企业直接融资之门。比较欧美国家经验,直接融资理应在融资体系中占据首要地位,而在我国的调查显示,中小企业融资中80.3%来自银行信贷为主的间接融资,而直接融资仅占19.7%;在深沪两市1600多家上市公司中,只有接近百家公司为中小企业。^[5]此种情况的出现,并不是广大中小企业不愿意通过证券市场融资,而是因为当前我国证券市场准入的高门槛。这表现为两个方面,第一,立法对公司股票或债券发行和上市规定的严苛的实质标准,如目前我国中小企业板块上市条件要求连续三年赢利,且股本总额不得低于人民币3000万元,其他财务和业绩指标都接近于主板市场。第二,更

为重要的是,我国证券立法所确立的核准主义的发行原则。^④在这一原则下,企业在证券市场上融资,并不主要取决于其各种指标是否符合立法所规定的实质标准,而更取决于由审核部门来体现的国家政策意图。这实际上隐含着政府对直接融资制度的某些困惑。

(一) 困惑之一:资本配置给谁

直接融资是一种完全由市场配置资本的方式,也是资本市场的主要活动内容,一个充分发达的资本市场也就是直接融资高度活跃的市场。在这里,资本的配置受利益的指挥,谁能够为投资者带来更丰厚的回报,资本就配置给谁,政府的行政配置能力明显受到削弱,其利益偏好和配置目标也难以实现。但是在我国,曾经的国有企业天下的经济结构和计划经济的惯性,让政府不愿也不能使自己的行政配置能力受到削弱、配置目标落空。正因如此,作为直接融资主要载体的证券市场在其肇始就受到政府的严密把控,有学者曾撰文指出,我国的证券市场是一个政府隐性担保契约,“为国有企业改革筹资是政府建立和发展证券市场的主要目的,但政府的意图决不仅仅是改革国有企业,而且还包含快速赶上发达国家的含义”。^[6]由此可见,对直接融资的控制体现了政府对市场配置资本的非理性的担忧。

(二) 困惑之二:效率在哪里

我国《证券法》第50条和第57条分别规定了公司股票上市与债券上市的条件,前者要求公司股本总额不少于人民币3000万元,且公开发行的股份达公司股份总数的25%以上,股本总额超过人民币4亿元的,公开发行的股份比例为10%以上;后者要求公司债券实际发行额不少于人民币5000万元。法律对直接融资规模的上述要求,实际上体现着对融资效率与制度效率的追求:一方面,一定的融资规模可以降低该次融资的平均

^③1931年,麦克米伦爵士在调研了英国金融体系和企业制度后,提交给英国政府一份《麦克米伦报告》,报告阐述了中小企业发展过程中存在着资金缺口,即资金的供给方不愿意以中小企业要求的条件提供资金。由于融资体制存在缺陷,中小企业和金融机构之间横亘着一道难以逾越的鸿沟,即后人通称的“麦克米伦缺口”。

^④1999年《证券法》实施前,我国证券发行采用行政审批制;《证券法》首次实施后,对于股票的公开发行,采用核准制,债券发行则仍然采用审批制;2005年修改后的《证券法》明确规定股票和债券发行都采用核准制,只是核准机构有所不同,发行股票由证监会核准,发行债券由国务院授权的部门核准。

成本。另一方面，只有当融资达到一定规模，才会有更多的投资主体参与，市场交易才能活跃，制度效率才能显现。但是对于大多数中小企业而言，其融资规模相对较小，因此直接融资及其制度效率并不明显。当然，前述两方面并非决定融资效率的全部因素，但是学者通过对各种融资方式的比较分析仍然认为，对于中国中小企业而言，融资效率最高的是内源性融资，效率最低的是权益性融资，^[7]而权益性融资在形式上表现为直接融资。

(三) 困惑之三：投资者，你有投资能力吗

直接融资要求投资者有充分的投资能力。这种能力，不仅是指投资者有可以用于投资的财力、精力，更是指投资者有基于丰富的融投资知识基础上的足够的投资判断力。因为在间接融资中，由银行等金融媒介来面对融资主体及其行为所带来各种风险，而投资者的风险仅仅来自于银行等金融机构；而在直接融资中，投资者直接与融资主体形成法律关系，在这一法律关系中可能产生的所有风险均需要由投资者自己承担，换言之，投资者必须具备银行家一般的专业素养和投资理性，才足以规避融资可能带来的各种风险。显然，长期以来的计划经济以及与之相应的间接融资导致的投资渠道单一使数量庞大的中小投资者并不具备这种能力。^[8]为此，针对我国证券发行采取的核准制，学者认为其主要的理论基础在于对投资者能力的质疑——普通投资者缺乏对复杂的财务报表和法律文件进行解读的能力，在公开信息面前的决策往往是盲目的。^[8]

(四) 困惑之四：政府，我有能力监管好吗

从总体上来讲，对直接融资的进入限制也属于政府市场监管的内容。我国证券发行的核准制即属于一种直接融资的进入限制，国家希望通过政府的特定机构加强对证券市场进口的把关，以法定的条件衡量和审查融资主体是否具备发行证券的资格，从而保证进入市场的证券的品质。但这也隐含着政府对自身的市场监管能力的怀疑。因为在放弃了事前审查的注册制中，它更强调市场运行中的监管，因而需要更为完善的市场化监管手段和监管力量；但是在我国，长期以来行政管理的传统和思维习惯导致了市场化监管环境的薄弱，因而确立了证券市场的集中统一的行政管理模式，从而又导致了监管力量的不足，就如学者所言，采用核准制是“通过政府干预

的加强，运用实质性的管理增强证券市场的进入限制，弥补相对薄弱的法律环境和投资者素质有待提高所产生的监管不足”。^[8]

上述分析表明，我国当前单纯通过发展以传统证券市场为代表的直接融资来解决中小企业的融资困境亦是不现实的，中小企业融资必须另辟蹊径。

四 地方债券：中小企业融资途径的创新

(一) 地方债券的传统理念及其突破

地方债券，即地方政府债券，是指有财政收入的地方政府及地方公共机构发行的债券。考察各国之地方债券实务，其有以下两项特点：其一，发行之目的，以弥补地方政府财政收入之不足，并用于交通、通讯、住宅、教育、医院和污水处理系统等地方性公共设施的建设；其二，偿还之手段，以地方政府以后之财政收入偿付。该两个特点实际上包含着这样一个逻辑：地方公共事业之发展乃地方政府之职责，为履行该职责之费用当列入地方政府财政预算支出；但现时财政不足，故只能举债敛财以建设地方，并以将来之财政收入偿付因此所举之债。其所蕴含的理念是，地方政府发行地方债券属于地方政府的一种财政活动，因此其目的是为了满足公共需要，换言之，不得为任何私人利益发行地方债券。

上述可见，为中小企业融资而发行地方债券必须突破地方债券的传统理念。因为在社会主义市场经济的条件下，企业纯粹是一个市场主体，尽管企业也应承担社会责任，但它不是企业存在的目的，它只是“企业在谋求股东利润最大化目的之外所负有的维护和增进社会利益的义务”。^[9]笔者认为，必须对地方政府发行地方债券有一种新的认识。

首先，地方政府的角色。在传统的理念中，发行地方债券被认为是一种财政活动，因此，地方政府是地方债券的实际债务人。这一认识的前提是，政府是公共产品乃至准公共产品唯一合法而有效的提供者。在国家的历史上，这曾经是一种事实。但是，以后的事实也证明，部分公共产品交由私人部门来供给的效率比政府供给要好，这是因为由政府预算扩

^⑤以我国A股市场为例，按照中国证券登记结算公司的最新统计数字，截止2009年5月底，深沪两市投资者开户总数为126,811,661，其中自然人投资者的开户数为126,317,663。

张动机等“内部性”的存在和信息的不完全使得公共产品单位成本上升,致使政府提供的公共产品不能满足公共产品消费者的偏好等“政府失灵”现象存在。^[10]在这种情形下,地方政府在为公共建设之用而发行地方债券中,完全可以把它看作是融资的中介者,其发行地方债券的活动也只是一种融资中介活动。这其实也是一个事实,比如在美国,地方债券是在19世纪20年代作为基础设施建设的融资中介发展起来的。^[11]认识到这一点,我们也可以反过来讲,如果政府在地方债券的发行中仅仅是一个融资的中介者,那么,政府可以从事任何目的的融资中介活动,而不必拘泥于满足公共需要。

其次,财政在债券偿付中的意义。在传统的理念下,地方财政收入是地方债券的偿付手段。这是政府作为地方债券实际债务人的当然结果。但是,如若将发行地方债券的行为视作一种融资中介活动,那么政府充其量只是地方债券的担保人而非实际债务人,则地方财政只是作为偿付地方债券的担保物。这种担保对于认购地方债券的投资者来说是非常有益的,也是合理的,而且也是很有必要的。它将投资者的风险转嫁给政府承担,因为相较于普通的百姓,政府控制风险的能力更强,它不但具有更强的获取债务人信息的能力,而且有更多的控制风险的手段和便利,因而会促进投资者对地方债券的积极认购。

再次,关于中小企业和地方经济。中小企业在国民经济中的重要地位是通过它对地方经济的直接影响来体现的。尽管中小企业大多为民营经济,注定它不能成为社会主义国民经济的支柱,但是,在许多地方,民营中小企业构成地方财政收入的重要税源。因此,地方政府不仅更有热情、也更有责任对本地的中小企业予以合法的关怀。

(二) 地方债券为中小企业融资的制度构想

前文为我们通过发行地方债券为中小企业开辟融资新途径扫清了认识上的障碍,提供了理论上的支持,但是其实际操作还需要制度上的支撑。笔者认为,针对前文提到的政府对中小企业参与直接融资的困惑,为中小企业融资而发行地方债券应该构建以下制度:

1. 确立额度管理、两级审批的发行准入制度
额度管理、两级审批是我国证券市场建立初期发行股票的基本制度。^[12]这一制度不仅出于对投资者的安全考虑,更是为了防止直接融资冲击中央货币政策从而导致的政府宏观失控。为中小

企业融资而发行地方债券,如果不对其规模进行控制,亦会导致中央政府宏观货币政策的失控。因此,应该由中央政府每年根据各地中小企业大致的融资额和中央政府的地方经济发展布局确定各地方发行地方债券的额度。这样不仅有利于中央的宏观调控,也可以作为一种政策引导,实现地方协调发展的宏观目标。比如,为了西部发展,对西部省份加大发行地方债券的额度,这样会引导发达地区有潜力的投资者到西部区开设企业。同时也有利于地方政府实现本地方的产业目标。

各地根据中央政府的配置的额度,由当地中小企业提出融资申请,省级政府中小企业管理部门根据各地方的产业政策、产业定位以及对中小企业的资质规定进行审批,然后报中央财政部门核准。

2 实行“集合发行、对口分配”的发行模式

在一次批准的额度内,地方政府统一发行一只地方债券,所募集资金由地方政府统一掌管,按照事前批准的企业申请的额度分配给企业。这一发行模式,由于集中了几个企业的融资需求,融资规模相对较大,因此可以节约发行成本,提高融资效率,也可以提高在地方债券流通过程中证券监管部门的监管效率。

3 确立“企业负债、政府担保”的债券偿付模式 在为中小企业融资而发行地方债券时,地方政府是名义上的债券发行主体,承担该债券还本付息的义务。但是,由于地方政府实际上仅仅是融资活动的中介者,按照权利义务相统一的一般法律原则,融资的企业才是真正的债务主体,承担还本付息的责任,地方政府作为名义上的债券发行主体只对该债券的还本付息承担担保义务。这意味着,地方政府无须将该债券的还本付息资金纳入当地政府的财政预算中。这一方面符合我们所设计的地方债券的理念,减轻了政府的财政压力;另一方面也迫使地方政府加强对融资企业的事前审查与后期监督,认真履行监管职责。

4 建立资金使用监督制度 在我国的直接融资市场,其监管制度总体上来讲是为了促进公共安全,因此实行统一集中的监管模式,但是监管效果并不理想,这跟监管者与监管利益没有直接牵连不无关系。而在我们的制度设计中,地方政府成为中小企业融资的最大、最直接的风险承受者,无疑使它的监督动力大大增强,因而监督

效力也会明显提高。笔者以为,地方政府对融资企业的监督,主要可以从以下几方面考虑:(1)融资企业的选择。这是最要緊的,政府必须对融资的企业进行全面客观的评估,制定严密的评估体系,只有有较好发展前景的企业在满足各项评估体系的情形下才能得到融资许可;(2)阶段式的放款。地方债券所筹集的资金由发债政府统一掌管,不能一步划入融资企业,而必须按照企业的用款计划放款,这样,如果企业一旦情况发生变化能够及时终止放款以减少损失;(3)追踪监督,及时补救。融资的企业,政府应该在放款期间内对其进行持续监督,这种持续监督不是对企业经营的干预,而是对其是否依然符合当时的条件进行经常注意,一旦发现异样,便及时终止支持行为而且可以采取其他必要措施,如提供担保、提前偿还、强令收购、委托经营等。

5 允许地方债券上市流通 中小企业民间融资的优势在于灵活,这种灵活不仅是在利息的设定上可以规避法律的限制,同时也在于债权人可以随时要求得到归还。一旦将中小企业的融资纳入到地方债券的范畴,则随着投资风险的下降,投资者的收益会降低,而且其归还要求受到严格的限制。因此,笔者认为,如果这两方面的问题不解决,为中小企业融资而发行的地方债券可能会出现认购不足的尴尬局面。如何解决这个问题,那就是建立地方债券市场,允许地方债券上市流通,让市场来决定资金的利率,让利益来决定投资者的行为。

按照上述的制度设计,笔者以为,地方债券是解决当前中小企业融资困境的一种出路,既摆

脱了间接融资中银行等金融机构对中小企业的事实上的歧视;又让政府消除了对直接融资固有的困惑;同时,它为民间资金找到了出路,或许能使民间的非法借贷从此销声匿迹。最为要緊的是,中小企业的这种融资方式,将地方政府对地方经济的发展所承担的责任更加具体化,它在一定程度上扩大了地方政府的权力,但同时也增强了地方政府为政的主动性、积极性。

参考文献:

- [1] 纳鹏杰,等. 中小企业融资研究 [M]. 昆明: 云南大学出版社, 2005:29.
- [2] 李友根. 治理我国中小企业外部融资难的对策 [J]. 统计与决策, 2004, (11).
- [3] 钟闻. 浙江民间金融尴尬: 非法集资潮渐起 [N]. 第一财经日报, 2009-06-18.
- [4] 阮铮. 美国中小企业金融支持研究 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2008:32.
- [5] 王大威, 于维汉. 我国中小企业直接融资问题研究 [J]. 财经界(下旬刊), 2008(1).
- [6] 杨天宇. 我国民营企业直接融资的制度性障碍 [J]. 经济管理, 2002, (20).
- [7] 方芳, 曾辉. 中小企业融资方式与融资效率比较 [J]. 经济理论与经济管理, 2005, (4).
- [8] 陈岱松. 试论证券上市的准入监管——证券发行审核制度国际比较 [C]//商事法论集: 第8卷. 北京: 法律出版社, 2005.
- [9] 卢代富. 企业社会责任的经济学和法学分析 [M]. 北京: 法律出版社, 2002:41.
- [10] 王磊. 公共产品供给主体选择 [J]. 财贸经济, 2007, (8).
- [11] 付传明. 美、日地方债券及其对我国的启示 [J]. 西部财会, 2004, (11).
- [12] 林涌. 论股票发行决定权—中国股票发行制度演进考察 [J]. 福建论坛·人文社会科学版, 2004, (3).

On Local Bonds and Financing of Small and Medium-sized Enterprises

LUO Si-rong, MI Ming-jun

(School of Law, Hangzhou Normal University, Hangzhou 310036, China)

Abstract: One of the predicaments that small-medium-sized enterprises have to face is the difficulty to finance. Financing policies adopted are found improper in coping with the current problems of global economic crisis. Despite the capital position and cardinal role in financing in western countries, direct finance is hard to realize in current China. Alternative approaches such as in the form of local bonds must be developed to meet the needs of financing for small-and-medium-sized enterprises.

Key words: local bond; small-and-medium-sized enterprises; financing predicament

(责任编辑:山 宁)