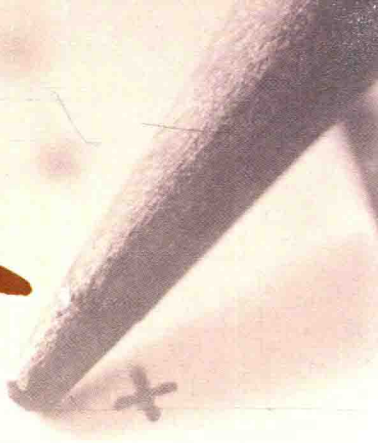


Jinrong Jiegou Yu
Zhongxiao Qiye Rongzi



金融

邢乐成 著

结构 中小企业融资

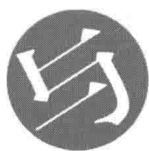


山东人民出版社

国家一级出版社 全国百佳图书出版单位

金融

结构 中小企业融资



邢乐成 著

山东人民出版社

国家一级出版社 全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

金融结构与中小企业融资/刑乐成著. —济南:山东人民出版社, 2015. 7

ISBN 978 - 7 - 209 - 09073 - 5

I. ①金… II. ①刑… III. ①中小企业 - 企业融资 - 研究 IV. ①F276. 3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 171910 号

金融结构与中小企业融资

刑乐成 著

主管部门 山东出版传媒股份有限公司
出版发行 山东人民出版社
社 址 济南市胜利大街 39 号
邮 编 250001
电 话 总编室: (0531) 82098914
市场部: (0531) 82098027
网 址 [http:// www. sd - book. com. cn](http://www.sd-book.com.cn)
印 装 山东省东营市新华印刷厂
经 销 新华书店

规 格 16 开(169mm × 239mm)
印 张 15.25
字 数 260 千字
版 次 2015 年 7 月第 1 版
印 次 2015 年 7 月第 1 次
ISBN 978 - 7 - 209 - 09073 - 5
定 价 42.00 元

如有质量问题,请与出版社总编室调换。

序

我对中小企业融资难问题的研究，开始于1998年在建设银行的专题调研，延续于2000年在社科院的研究课题，深化于2006年创办齐鲁中小企业投融资公司的运作实践，总结于2015年春暖花开的舜耕校园。从表面上看，中小企业融资难是个技术问题，或者是金融机构的操作问题。但从本质上看，却是金融结构与体制问题，甚至是金融发展问题。因此，对中小企业融资难问题的研究，不能仅仅停留在技术层面，而应放到金融结构与金融发展的大背景下去讨论。

金融结构与中小企业融资之间存在着怎样的关系？著名经济学家戈德·史密斯曾把金融现象归结为三个基本层面：金融工具、金融机构和金融结构。金融工具指的是对其他经济单位的债权凭证和所有权凭证；金融机构就是金融中介机构；金融结构就是一国现存的金融工具和金融机构的总和。他认为，金融发展就是金融结构的变化。事实上，金融发展的实质就是金融结构的成功变化，而金融结构的变化能直接或间接影响中小企业的融资约束。

基于上述认识，我在研究中小企业融资难问题时，开始与金融结构的研究相结合。从技术层面就事论事的研究，开始转向金融结构的变化方面寻找理论支持。十几年来主要进行了两个方面的拓展研究：

一是对金融中介变化趋势的研究。金融中介的混业经营是必然趋势，而金融控股公司是介于分业经营和全能银行的一种过渡，不失为金融中介从分业经营向混业经营过渡的现实选择。就中国而言，金融控股公司的发展和模式构建都要突出能力因素，以风险有效控制能力的培育为前提和核心，以收益获取能力的构建为支撑，稳健推进中国金融混业的进程。进一步研究发现，金融混业

可以扩大金融制度边界、提高金融的包容性，能够从金融制度边界的扩展中增加对中小企业的金融供给。一国金融业在由分业转向混业经营后，金融机构由于可以开展多种业务，其向中小企业提供金融服务将产生规模经济与范围经济效应，这将使得金融机构更愿意为中小企业提供资金。这一研究结论丰富了现有的金融中介理论，为中小企业融资难的研究找到了理论渊源。本书第一编（第1章至第3章）的内容主要体现为这方面的研究。

二是对金融工具的拓展研究。金融工具又被称为交易工具，是指在金融市场中可交易的金融资产，是证明债权债务关系并据以进行货币资金交易的合法凭证。比如企业可以通过发行股票、债券达到融资的目的，股票、债券就是企业的融资工具。也可以通过贷款实现融资，贷款就是企业融资的现金类工具。目前，中国的金融结构非常不合理，突出的表现就是间接融资的比重过高，而直接融资的比重太低。更为可怕的是，在间接融资操控下出现的直接融资假象，使融资市场出现了异化。中小企业融资难、融资贵已越来越成为管理层纠结且市场难解的实践考题。本书第二编（第4章至第8章）的内容就是对金融工具的拓展研究，提出了大力发展直接融资、加快多层次资本市场建设、不断创新直接融资工具、开放场外交易市场等若干对策建议，这些研究结论将有助于缓解中小企业的融资约束。

在对以上两方面进行拓展研究的基础上，本书的重点放在了对中小企业融资的专题研究上。这些专题研究的逻辑起点和理论渊源，主要来自于对金融结构的研究发现。正是这种拓展研究，丰富和发展了中小企业的融资理论，拓宽了对该问题的研究视野。这部分内容构成本书第三编（第9章至第16章）的研究结论，主要的研究视角有金融错配、集合（金融制度边界）、普惠金融、信息通信技术和互联网金融等。

做理论与实践的结合者，既是我的理念更是我的追求。我曾在银行工作了15年，在国有控股和上市公司也有10年的高管经历。在此期间我接触过大量的中小企业，深知中小企业面临怎样的生态环境。因此，我总想从理论上和实践中为中小企业做些实实在在的事情。一方面，我先后发起成立了将军担保公司、将军典当公司、齐鲁中小企业投融资公司等运作平台，从实践中为中小企业融资提供力所能及的帮助和支持；另一方面，我十分关注对中小企业融资难的理论研究。本书就是十多年来我对中小企业融资问

题研究的理论结晶，基本上反映了我对这个问题的认真思考，同时也凝结了我的炽热激情和社会责任。倘若本书能为缓解中小企业的融资约束做点贡献，则甚幸！

特此为序。

邢乐成

2015年6月于舜耕校园

目 录

序	1
---------	---

第一编

金融中介：走向混业经营

第 1 章 金融混业理论综述	2
1.1 多元化经营理论	2
1.2 金融资产同质性理论	5
1.3 金融才能理论	6
1.4 国内其他研究	7
1.5 对既有研究的评价	8
第 2 章 能力因素与金融控股公司	10
2.1 问题的提出	10
2.2 企业能力理论的梳理	11
2.3 能力因素的地位与作用	13
2.4 引入制度因素后的讨论	20
2.5 基本结论	27
第 3 章 中国金融控股公司发展模式	29
3.1 中国金融混业探索的启动	29
3.2 中国金融控股公司的发展路径	33

3.3 中国金融控股公司运作模式探索	39
3.4 小结：金融混业对中小企业融资的影响	58

第二编

金融工具：发展直接融资

第4章 资本成本与公司融资偏好	62
4.1 对资本成本的重新认识	62
4.2 资本成本约束与公司股权融资偏好	66
4.3 简要的对策	68
第5章 资本成本与资本市场功能	70
5.1 资本市场功能	70
5.2 资本成本定义比较	73
5.3 资本成本缺位与资本市场功能缺陷	75
5.4 发展硬约束低端信用资本市场	77
第6章 股票融资偏好的非经济性	78
6.1 股票融资偏好及其成因	78
6.2 股票融资的经济性分析	79
6.3 股票融资的直接和间接成本	81
6.4 股票融资偏好的非经济性	86
第7章 直接融资与资本市场建设	88
7.1 间接融资的功与过	88
7.2 直接融资的功能	90
7.3 直接融资与资本市场建设	91
第8章 场外交易与多层次资本市场	98
8.1 中国场外交易的历史回顾（1988—1999）	98
8.2 理性认识中国场外交易市场	99
8.3 场外交易市场的重新定位与运作要点	102
8.4 场外交易市场运作的制度保障	104

第三编

专题研究：中小企业融资

第 9 章 中小企业融资：困境与出路·····	108
9.1 中小企业的范围界定·····	108
9.2 中小企业融资的现状·····	109
9.3 简要的对策建议·····	112
第 10 章 中小企业融资：一个文献综述·····	117
10.1 自身缺陷与信息不对称·····	117
10.2 关系贷款与群贷技术·····	120
10.3 机构匹配与融资次序理论·····	125
10.4 制度因素·····	129
第 11 章 中小企业融资：基于投融资公司视角·····	133
11.1 引言·····	133
11.2 实证模型及其结果分析·····	133
11.3 解决中小企业融资难的新突破·····	140
第 12 章 中小企业融资：基于金融体制视角·····	147
12.1 问题的提出·····	147
12.2 融资难的原因梳理·····	147
12.3 问题的实质·····	150
第 13 章 中小企业融资：基于金融错配视角·····	152
13.1 问题的提出·····	152
13.2 根源分析·····	154
13.3 一个理论分析框架·····	156
13.4 实证研究·····	160
13.5 研究结论·····	165
第 14 章 中小企业融资：基于集合视角·····	167
14.1 相关文献梳理·····	167
14.2 金融制度边界：基于需求的分析·····	170

14.3	法律基础上的金融制度集与边界·····	179
14.4	解决中小企业融资难的制度途径·····	185
第 15 章	中小企业融资：基于普惠金融视角·····	189
15.1	中小企业金融排斥·····	189
15.2	普惠金融实践：传统金融领域·····	190
15.3	普惠金融实践：创新金融领域·····	193
15.4	政府在发展普惠金融中的作用·····	197
第 16 章	中小企业融资：基于信息通信技术视角·····	201
16.1	问题的提出·····	201
16.2	相关的文献回顾·····	202
16.3	金融制度边界理论的再分析·····	203
16.4	研究设计·····	206
16.5	实证分析与结论·····	210
参考文献	·····	218
后 记	·····	234

第一编

金融中介：走向混业经营

金融中介亦即金融机构，它是一国金融结构的主要组成部分。研究金融结构问题，寻找中小企业融资约束的理论渊源，离不开对金融中介的研究。从世界金融业的发展趋势看，金融混业是必然趋势。金融机构之间的竞争不仅以市场为基础，更以巨型金融集团为体现。中国的金融机构要想在国际金融业中占有一席之地，就必须走混业经营之路，这是不以人的意志为转移的。金融控股公司是介于分业经营和全能银行的一种过渡，不失为中国从分业经营走向混业经营的一种现实选择。进一步研究发现，金融混业经营可以扩大金融制度边界，有效增加对中小企业的金融供给，进而缓解中小企业的融资约束。这一结论，既是对传统金融中介理论的丰富，更为解决中小企业融资难问题找到了理论渊源，进一步拓宽了中小企业融资理论研究的空间。

第1章 金融混业理论综述

从世界金融业的发展趋势看，金融混业是必然的趋势。金融体系之间的竞争不仅以市场为基础，更以巨型金融集团为体现。金融混业经营的理论基础是什么？尽管国内外很多学者对此进行了多方位的研究，但还没有找到一个较为全面的理论解释。本章集中讨论了金融混业的三种理论，在此基础上提出了三点结论，以期对金融混业提供理论解释，并对解决中小企业融资难问题提供理论支持。

1.1 多元化经营理论

多元化经营理论是最早为金融混业提供理论支撑的基础理论。Chandler（1962）依据战略决定组织结构的基本思路就提出了一个多元化经营的模型，认为当战略与组织结构之间产生有机匹配关系时，企业的多元化将会获得成功。这个主张被 Hill、Hitt and Hoskisson（1992）再次强调，他们在实证检验了有关多元化经营的数据后，认为绩效不是源自企业事先策划确定的多元化策略，而是决定于企业战略与内部组织安排的匹配程度。

Rumelt（1974）在比较了多元化经营与专业化经营企业的业绩数据后，得出了以下结论，即从事相关多元化经营企业的业绩要高于从事不相关多元化经营企业的业绩。但是现实中有着许多的企业坚持采取了多元化经营战略，并且取得了良好的业绩。同时也存在着众所周知的“多元化陷阱”，相当数量的企业陷入多元化陷阱中苦苦挣扎。如何说明这些表现迥异的多元化现象？Jones and Hill（1988）同样采取了比较研究的方法，在界定和实证分析了相关多元化与不相关多元化之间的绩效差异后，他们认为存在一个最优化水平的多元化，即当企业多元化经营水平较低时，仍有进一步扩张的空间，此时多元化的收益大于成本；但多元化超出一定水平后，其成本就会超过收益，进一步的多元化就会陷入多元化陷阱。

Teece (1982)^①以交易费用理论和企业资源理论为基础提出了一个多产品理论,认为当企业内部产生了过剩的管理资源时,由于交易费用的存在,利用市场机制进行资源的最优配置不可行,因此企业具有利用这些过剩管理资源进行多元化经营的内在激励和根据。他强调:一是并不是所有管理资源都适宜在企业内部继续经营,二是企业内部资本市场可能具有更高的效率。这两点构成了决定或者影响企业多元化绩效的关键因素。

对于金融企业多元化的研究没有得出具有一致性的结论。有的研究认为多元化有利于提高金融中介的收益水平,因为存在协调效应。有的则认为多元化对于收益的影响有限,关键在于多元化降低了金融中介的风险水平。更有的研究得出了多元化对金融中介业绩具有负面影响的结论。

经合组织(OECD)(1993)总结和检验了1962—1989年间所有对于金融企业多元化经营的研究,其基本结论是:(1)现有研究结果之间存在显著差异,这些差异主要是因为时期、国家和研究方法的不同引起的;(2)在技术、信息、客户服务一体化等方面发现了有限的规模经济和范围经济效应;(3)金融中介的技术进步能够提高业务多元化程度,进而使一新业务纳入金融集团框架中最小规模水平不断降低;(4)规模经济和范围经济效应在不同金融机构中的显著程度有着较大差异,保险行业的规模经济经常会出现。

Berger和Humphrey(1994)的实证分析表明,银行业的范围效率很小,至多可以通过生产多样化的产品而使成本降低5%,收益则显示出不受产品多样化影响的特性。这个结论明显的支持金融企业多元化有范围经济效应的主张。

Saunders和Walter(1994,1996)着重分析多种金融业务混合经营所产生的风险。他们所使用的调查样本包括美国最大的金融服务机构,包括商业银行、地区银行、保险公司和投资银行,利用这些企业的1984—1988年间的股本收益数据,在假设这些金融机构随机组成全能银行的情况下,构建了一个假设的全能银行的综合风险公式,分析所得出的结论是:(1)地区银行所从事的火灾险和意外事故险是风险最低的业务,证券经纪和承销是风险最大的业务;(2)自从美国许可金融机构拓展业务以来,主要收益体现在风险降低上,这在商业银行业拓展到保险业上有着较为明显的体现,而商业

① 盛洪主编:《现代制度经济学》,北京:北京大学出版社,2000年版。

银行和证券业务的混业则显示出较高的风险水平。

Van Den Berghe and Verweire (1998) 构建了一个新的分析框架：金融混业集团控制结构。该框架建立在波特的价值链理论上，认为借助于这个新框架，可以实现两个目的：一是新框架将成为进一步研究的基础，因为金融混业过程是一个量变过程，它会逐步被更多的定量数据所推敲、精炼。二是新框架将成为参与金融混业集团各方进行控制和评估的方法，如金融混业集团中监控人员的各种协作及实现程度，金融混业集团中的各种风险、监控体系的规模和可能发生的结果，金融混业集团的分类和业务协作的实现程度等。

借助于这个框架，他们对一些欧洲国家的金融混业集团、银行和保险公司 1991—1995 年的有关数据进行了计量分析。结果显示：金融混业集团理论上的优势并没有直接反映在它们的业绩报告中。(1) 用税前资本收益率作为指标表示的业绩显示，金融混业集团比专业银行表现要好，但非多元化经营的专业保险公司的业绩最好。这说明多元化对于金融混业集团、专业银行和专业保险公司具有相当不同的意义。(2) 多元化程度与税前净资本收益率之间存在(弱的)负相关关系。这意味着多元化程度的提高将带来资本收益率的下降，不利于业绩的进一步提升。(3) 并不是所有类型的多元化都能产生正的协同效应。所在行业的不同、企业治理结构、经理人员对战略的控制力、协同效应类型的不同等因素都在不同程度上影响着混业业绩。

Klein and Saidenberg (2000)^① 通过对美国银行控股公司的研究发现，银行可以从地域多元化及内部资本市场资源配置机会中获取利益。银行控股公司效率提高的原因在于，多元化的经营使其可以持有较少的资本且比单一的资产组合提供更多的信贷，以获取更高的收益，用以补偿因内部机构增多及资产组合复杂化所带来的成本上升。研究同时发现，内部资本市场的便利对于巨型银行控股公司而言很小，因后者所拥有大型分支机构更倾向于利用自己的内部资本市场而非控股母公司的内部资本市场。这些结论与多元化可增加内部资本市场便利的效率解释相一致，而得不出范围扩张可提高效率的解释。

总结上述研究，本书的一个基本判断是，现有的多元化研究并没有清晰得

① Klein and Saidenberg, "Organizational Structure and the Diversification Discount: Evidence from Commercial Banking", *Federal Reserve Bank of New York, Working Paper*, 2000.

出多元化是金融混业理论基础的结论。相反,对金融企业的多元化经营表现出了谨慎态度,更为重要的是,普遍认为有多种因素影响着金融业务多元化的成功概率,在金融业务多元化道路上还没有一个清晰的“成功指南”。

1.2 金融资产同质性理论

现有的金融中介理论没有充分解释金融的全能化趋势,金融企业的多元化实践和研究也没有得出多元化理论能够说明全能化趋势的结论。中国学者王常柏、纪敏(2002)^①从金融资产同质性这个角度对金融全能化、混业经营趋势提出了一个理论解释。

王常柏、纪敏(2002)指出金融资产的同质性是和资产专用性(Asset specificity)相对应的一个概念。资产同质性越强,变更经营领域的成本越低,越容易被进入。而金融行业中的资产,不论是资本、信息还是企业家才能,对于所有金融企业来说都具有较高的同质性。由此决定金融行业内不同业务之间相互的进入和退出成本较低,经营更多的金融业务就具有规模经济和范围经济效应,这也是金融集团主要的效率来源。

进一步地,既然金融资产具有较高的同质性,为什么过去没有出现显著的全能化趋势?王常柏、纪敏(2002)按照同样的逻辑进行了回答。即交易成本在不同时代的不同是问题的关键。早期由于信息技术的落后、金融市场的落后以及其他诸多因素,资金盈余者作为产权或债权的直接拥有者,很难真实、及时地掌握和控制资金需求者的资信、资金运用和经营状况,同时证券市场的不完善使得资金盈余者无法有效地通过直接金融满足自身对流动性的需求。同样,随着科技进步、金融市场和制度环境的变化,直接金融的发展获得了空前的便利,即交易成本大大下降。这一方面催生了大量的证券从业机构,另一方面商业银行也从直接金融的便利中获得了好处,逐渐走向了全能化之路,满足客户对直接金融服务的需求,并从中获得范围经济。

同时,他们还认为金融资产的同质性不仅带来全能化趋势,也相应带来了加剧流动性风险和利益冲突的不利于社会的结果。金融资产同质性程度越高,

^① 王常柏、纪敏:《金融资产同质性:关于全能银行的一个理论分析》,《金融研究》,2002年第6期。

流动性越强,同时表明不同金融部门之间的风险更加易于传递,由此将导致“大而易倒”的结果。同时,由于所有金融业务在同一集团内进行,金融集团一身同时担负多种角色,必然产生金融集团自身利益与客户利益的冲突。

不过,我们需要讨论的是,金融资产的同质性理论能否为金融混业趋势提供足够的解释。其实在多元化研究中,已经基本上形成了这样一个共识:相关多元化的绩效好于无关多元化。显然金融混业属于相关多元化的范围,但是仅有业务的相关和由此形成的较高的资产同质性,是不是构成了足够的混业经营理由?本书的基本判断是:业务相关和资产同质性仅仅构成了金融混业的可能性,但并不构成必然性。因为在部分金融中介大举向全能化、集团化方向发展的同时,也有部分(甚至是大部分)金融中介在向专业化方向发展。也就是说并不是所有的金融中介都因为金融资产具有同质性而走上全能化道路。这其中决定金融中介的选择有差异的关键显然不能再用金融资产的同质性较高这个因素来解释。因此,金融资产同质性只是部分地解释了全能化趋势,解释了全能化的一个基础。借助于这个基础,金融混业具有了可能性。

1.3 金融才能理论

秦力(2003)^①提出了一个全新的框架来解释金融的混业和全能化趋势。能力理论是其理论基础,在此基础上他提出了金融才能观。以金融才能为基础概念,他将金融控股公司的发展归结为能力的不断积累和拓展。

秦力(2003)首先系统地批评性地回顾了金融中介理论,指出在新古典经济学中囿于其逻辑没有金融中介的理论地位。金融中介旧说将理论集中于解释金融中介在整个经济体系中的功能,通过其功能说明金融中介存在的必然性和合理性。金融中介新说的主流在科斯等的影响下,从企业是市场替代物的角度出发,将金融中介的存在理由建立在与市场相比金融中介具有的优势上,成本节约和规模效应是金融中介的两个基本优势。但是金融市场与金融中介同步壮大的现实使替代定位的新说遇到了难以解释的难题。Allen & Santomero(1998)提出了“参与成本”的概念,认为是居民的参与成本导致金融中介在金融服务的提供上具有优势。进一步地 Merton、Bodie 等复兴了功能理论提出了金融中

① 秦力:《金融控股公司的经济学分析》(博士论文),2003年。

介的功能观点,认为不管金融中介采取了什么样的组织形式,其资源配置的基本功能是不变的。从基本的功能出发,他们进一步总结了金融中介具备的六项功能:清算和支付职能、储备资源和分割股份、跨时间和空间转移资源、管理风险、提供信息及解决激励问题。

正如秦力(2003)总结那样,现有金融中介理论存在着中介与市场的对立、多个解释并存、功能与行为的分割、分工与发展解释不足等缺陷,尤其是不能对金融全能化、集团化给出充分解释。借鉴于企业能力理论秦力(2003)提出了金融才能观点,“所谓金融才能就是金融中介具有的知识和技能的集合”。风险与收益的匹配能力是金融中介的核心能力,是金融中介的立身之本;金融中介向外传递所具有的风险收益匹配能力的能力是金融中介的第二能力,传递安排极大地决定了金融中介的组织结构。

金融中介的发展实际上就是金融才能不断积累的过程和结果。金融才能的外部积累说明了金融中介作为一个企业的整体发展方向,专业化和全能化是两个代表性方向。金融才能的内部积累方向是指金融中介内金融才能的积累方向,包括成本最小化和收益最大化两个方向。金融中介能力不断积累的结果就是,不仅在产业内形成了分工,而且使金融中介之间产生了差异。金融才能的积累不仅受到金融中介及其内部因素的影响,还受到多种外部因素的影响。金融创新、金融需求、技术进步和金融监管是主要的影响因素。金融全能化和集团化实际上是在金融需求的推动下,金融中介能力不断成长和积累的外部表现。

1.4 国内其他研究

整体上看国内对金融控股公司的研究,还处在理解金融控股公司和论证金融控股公司对于中国金融混业的意义上。

研究主要表现为夏斌等(2001)^①、谢平(2004)^②、叶辅靖(2001)等。这些研究的共同特点是:首先是介绍金融混业的国外经验。有的重点介绍了美国、英国、日本等国家从业体制如何改革演变为金融混业体制。特别是对于美国金融体制的变迁过程有着更加全面的介绍,不仅因为美国在世界金融体系

① 夏斌等:《金融控股公司研究》,北京:中国金融出版社,2001年版。

② 谢平:《金融控股公司的发展与监管》,北京:中信出版社,2004年版。