

最权威、最实用、最本土化的中小企业融资宝典

破解资本迷局，剖析惊心动魄的融资实战案例
揭示融资诀窍，突破中小企业的资金发展瓶颈

中小企业 梯形融资模式

the trapezoidal financing model for SMEs

实务运作与案例分析

汤继强◎著



茅于軾\陈志武\刘锡良\王一江\冯兴元\新 望 联袂推荐

青年经济学家汤继强博士根据中小企业的生命周期，提出了适合中国国情的“内源融资+政府扶持资金+风险投资+债权融资+股权融资+改制上市”的“梯形融资模式”，满足中小企业各发展阶段的融资需求，帮助充满激情与梦想的企业家打造最优秀的企业。

华夏出版社



中小企业 梯形融资模式

the trapezoidal financing model for SMEs

实务运作与案例分析 汤继强◎著

华夏出版社

图书在版编目(CIP)数据

中小企业梯形融资模式实务运作与案例分析 / 汤继强

著. —北京: 华夏出版社, 2011.7

ISBN 978-7-5080-6324-9

I. ①中… II. ①汤… 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(2011)第042553号



出品策划:

网 址: <http://www.xinhua bookstore.com>

中小企业梯形融资模式实务运作与案例分析

作 者 汤继强

责任编辑 杨永龙

封面设计 思想工社

排版制作 思想工社

出版发行 华夏出版社

(北京东直门外香河园北里4号 邮编: 100028)

经 销 新华文轩出版传媒股份有限公司

印 刷 三河市华晨印务有限公司

开 本 787mm×1092mm 1/16

印 张 23

字 数 320千字

版 次 2011年7月第1版 2011年7月第1次印刷

定 价 48.00元

书 号 ISBN 978-7-5080-6324-9

本版图书凡印刷、装订错误, 可及时向我社发行部调换

我一直在为你说话

——再谈中小企业融资问题

结缘中小企业融资问题研究，始于2000年留学美国的一段经历。那一年互联网泡沫破灭后的萧索气氛犹浓，我，一个异国他乡的学子夹杂在洛杉矶或旧金山的人潮里，偶然走进了那个著名的狭长地带——硅谷，眼前那些高科技企业姹紫嫣红地绽放，那一个个如星光闪耀的创新创业故事，怦怦敲打着我凝重胶着的胸怀，使我萌发了对科技、创新、风险资本以及金融的蓬勃兴趣，并在此后的十多年里，持续地发酵深化。

2008年，当我研究中小企业的第一本专著——《我国科技型中小企业融资政策研究——基于政府的视角》问世，时有国家领导人、社会各界及身边朋友的良性反馈。我的思想因此而马不停蹄，在我的研究视野里，发现了一条由中小企业而产业而中国经济的小径。我深信，研究当前中国的问题离不开老百姓，如果你对生民安身立命冷漠了，不免有舍本逐末之虞；研究中国的经济问题离不开产业，离开了对产业历史和现实的真切感悟，就只是一种空洞的模型经济学，那是学问家的玩意儿；研究中国的产业问题离不开中小企业，离开了对中小企业现状的关注，发现不了有价值的真问题；研究中小企业的问题，离不开中小企业融资难的解决。因此，我愿意为中小企业鼓与呼，愿意为它们代言，直到看到它们获得一个公平公正的生存环境和与它们的地位作用相称的真正肯定。

肇始于2007年底的那场风雨如晦的国际金融危机，却在我的内心深处，打开了另一扇由中小企业而天下苍生、而中国问题的窗户。危机以来中国经济稍作停顿，仍然一

骑绝尘地向前发展，仓促间已成为全球增长方程式中的关键变量，我们的声音响彻于G20会议、全球金融稳定论坛、全球气候谈判、金砖国家峰会……我却苦涩地思考中国经济的再平衡。

新中国成立60多年了，尤其改革开放30多年来，中国经济敞开怀抱，和平地融入全球经济，我们见证了人类历史上迄今为止轰鸣的出口机器代替了“坚船利炮”的大国崛起方式，物美价廉产品的全球输出，不仅孕育了本世纪以来世界经济那一段低通胀高增长的大缓和时代，也把960万平方公里渴望发展的土地，从农耕文明的“落日辉煌”，一跃提升至后工业文明的现代崛起。曾几何时，这大国崛起的希冀，温暖过多少来来往往的普通人的梦想，这发展的阳光照耀过林立高楼下修剪陈枝的工人，也照耀过家乡终年劳作的人家，这是我从一个懵懂少年成长为一名为国效力的国家公务员的亲身体会。

然而，我也不想神话这发展的力量，在我思维驰骋的时候，我依然感觉到手忙脚乱的无序、厝火积薪的焦灼——应对危机的举国体制，正在驱逐多年来的市场改革共识，“中国模式”一度成为国人骄傲的讨论；投资驱动的增长路径，正在使一条条河流不再清澈见底，一片片稻田不复看到金黄的稻穗；国富民穷的惯性思维和制度固化，正在萎缩国民消费这一内源增长动力，一个地大物博的泱泱大国无奈地仰仗欧美的借债消费，中美作为国际收支恒等式的两端，一个谴责赤字，一个指责盈余；资产价格吹起的光鲜泡沫，正在迫使大批中小企业逃离实业，湮没创新创业的火种，社会财富非理性地转移；拯救经济于狂澜的天量指令放贷，正在将国有垄断企业和地方政府融资实体纳入“核心利益”，罔顾中小企业对信贷和贴现的饥渴需求；利润即责任代替了天下担当，正在一点点侵袭维系我们这个社会健康运转的公序良俗……

这是中国经济转方式、调结构艰难转型中，必须要彻底解决的，无论需要付出多么大的代价；这是中国经济再平衡进程中必须要彻底扭转的，无论需要我们做出多么大的努力。

努力，这向着阳光方向、不休不止的努力，穿越国运彷徨、民生凋敝的近代中国，回荡于今时今日，其实又何止百年努力？只不过是方式不一样，焦虑不一样，而我们的梦想和希望却恒久而常新。

论语曰“士不可不弘毅，任重而道远”。我时常独坐于窗前，徘徊于斗室，乘物游心，于虚静中倾听那旷野的呼声、大海的潮涌潮落，体会中华民族最珍贵的精神传承。

在经济再平衡的新世界里，需要“再平衡”我们某些关于发展的理念、发展的行为、发展的政策……

纵然是应对危机国家主义的极大成功，我们也不要忘记，望向历史深处，自由和市场在神州大地才甫一落地，不是时间太长了，而是时间太短了。我们还要朗声合唱这自由之歌，以驱散、抵御那来自国家主义、集体主义的内心恐惧，才能使自由和市场的力量，在我中华大地上有尊严地生长。

纵然发展是第一要务，但在我心里，却有另一把衡量发展的尺子。发展不是GDP的野蛮增长，不是向资本、向富人长久的倾斜。发展的政策、发展的制度安排，要向每一个坚守的、挺立着的个体打开大门，无论是那一张刚进城的农民工迷惘的脸庞，还是通胀飙升下寻常巷子里那张愁苦的面容；要将每一个中小企业、微小企业纳入其中，无论是国有的，还是民营的。这样的发展，唯其公平，所以包容，唯其包容，所以正义，唯其正义，所以才有柔韧长远的力量。发展一个也不能少。

纵然是我们的政府以发展之名推动发展，我们也需要对政府“守夜人”的角色存疑。政府难道仅仅是投资者，抑或是赢家的指定者？政府的边界在哪里？当我们看不起病、上不起学、一起蜗居的时候，我们对政府充满了无限的希望，可是当政府来到我们身边的时候，我们又害怕被强制拆迁……

纵然是我们的银行利润高耸入云，傲然挺立于危机之后的全球金融机构之林，我们也要对金融系统来一番系统的假设。一个只是简单地吸收居民存款，然后单向地向国有实体发放信贷的银行系统，这种金融中介的效率何在？于社会、与大众又有何益？穆罕

默德·尤努斯(Muhammad Yunus)的乡村银行——格莱珉银行(Grameen Bank)不是一样地盈利吗？毕竟，我们的信贷资金单向流动得太久了。

纵然是我们的国有垄断企业财大气粗，一往无前，也需要在我们思维的实验中进行辩证和淘漉。在人类历史的长河中，国有企业可能只是个历史的概念，毕竟没有国有企业的日子，人类依然生存了那么多年。

纵然是我们的中小企业处处挣扎喘息，有融资的困难、市场的困难、技术的困难……我们也要热诚地为他们鼓与呼。因为，假如千千万万的中小企业破产了，转移到珠三角、长三角、环渤海的几亿农民工，将一夜回到原点，继续刀耕火种的生活，也无从诞生像英特尔、微软、华为这样伟大的创新企业。

此一刻，我豁然开悟，多年思考的中小企业融资问题，不仅仅是一个技术问题，而是一个宏大进程本原的一部分：

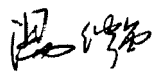
中小企业融资问题，是中国经济艰难再平衡的一部分，是中国经济转方式、调结构的一部分，是中国民生民本问题解决方案的一部分，是中国矫正经济发展取向的一部分。

解决我国中小企业融资难题，充满希望，却又相伴诸多挑战；仿佛有许多条路，但这许多的路都绕不开转方式、调结构这一站。

行文至此，耳旁仿佛回荡起庄周之《逍遥游》：“北冥有鱼，其名为鲲。鲲之大，不知其几千里也……”我愿以思考的力量丈量中国的进步，以思考的力量激活我们最豪迈的梦想。

是的，我在为谁说话？

是为序。



2011年5月于成都

第一篇 中小企业梯形融资模式理论研究

第一章 梯形融资模式提出的理论基础

第一节 最优融资结构与生命周期理论	002
第二节 Allen和Gale新兴产业融资模型	009
第三节 金融缺口的理论阐述	013
第四节 中小企业融资结构实证研究	017

第二章 梯形融资模式构想

第一节 中小企业梯形融资模式构想	032
第二节 梯形融资模式对中小企业融资困境的解释	037
第三节 梯形融资模式在全球的应用	043

第三章 梯形融资模式中的主体行为

第一节 梯形融资模式中的政府策略	060
第二节 梯形融资模式中的融资体系优化	068
第三节 梯形融资模式中的企业行为	071

第四章 梯形融资模式在成都高新区的实践与发展

第一节 梯形融资模式助久远新方向张开飞翔的翅膀	074
第二节 梯形融资模式助推硅宝科技实现上市梦想	078
第三节 案例点评	081

第二篇 初创期中小企业融资模式

第一章 民间融资与典当融资模式

第一节 民间融资运作机制与典型案例分析	087
第二节 典当融资运作机制与典型案例分析	102

第二章 天使基金

第一节 天使基金发展背景	113
第二节 天使基金运作机制及其在初创期企业融资中的作用	117
第三节 经典案例	120
第四节 天使投资案例的深入分析	124

第三章 创新基金、孵化基金与政府引导基金

第一节 发展背景	127
第二节 全球政策性基金运作机制	133
第三节 我国政府引导基金运作机制	135
第四节 经典案例	140
第五节 引导基金发展的深入讨论	145

第三篇 成长期中小企业融资模式

第一章 风险投资模式

第一节 风险投资发展概况	152
第二节 全球风险投资运作机制	154
第三节 风险投资经典案例	163

第二章 硅谷银行及其在中国的创新运用

第一节 硅谷银行全球发展概况	187
第二节 硅谷银行的运作机制	189
第三节 硅谷银行经典案例评析——EnQii融资之道	194
第四节 硅谷银行在中国的创新应用	195

第三章 融资租赁模式

第一节 融资租赁发展概况	204
第二节 融资租赁运作机制	206
第三节 案例分析——光明乳业融资租赁案例	211
第四节 案例点评	212

第四篇 扩张期中小企业融资模式

第一章 信贷体制创新

第一节 近年来信贷体制创新概览	218
第二节 美国富国银行的中小企业服务之道	224
第三节 民生银行中小企业金融事业部案例分析	229

第二章 信贷产品创新

第一节 近年来信贷产品创新概览	234
第二节 信贷产品创新运作机制	236
第三节 经典案例	244

第三章 信贷模式创新

第一节 信贷模式创新的基本原理250

第二节 中小企业融资平台运作模式254

第三节 网络联保模式265

第四节 产业链融资模式268

第五节 金融超市模式271

第五篇 成熟期中小企业融资模式

第一章 成熟期中小企业上市融资模式研究

第一节 国内上市融资方式及其运作流程282

第二节 海外上市融资方式及其运作流程303

第三节 经典案例310

第二章 中小企业再融资模式研究

第一节 再融资模式及其标准322

第二节 再融资的运作模式323

第三节 苏宁电器的再融资与资本扩张之旅	324
---------------------------	-----

第三章 其他直接融资模式创新

第一节 中小企业集合债运作模式	328
-----------------------	-----

第二节 中小企业集合票据运作模式	335
------------------------	-----

第三节 中小企业集合债券信托基金	337
------------------------	-----

参考文献	341
------------	-----

致 谢	355
-----------	-----



第一篇 中小企业梯形融资模式理论研究

自

2008年笔者正式提出梯形融资模式以来，全球经济发生了翻天覆地的变化，大力促进中小企业的发展成为各国治疗经济危机创伤的灵丹妙药。在两年多的时间里，笔者考察了全球中小企业融资模式的变革，并结合自身工作实践，对梯形融资模式进行了重新反思：一是梯形融资模式与传统企业金融生命周期理论有何差异；二是梯形融资模式对中小企业融资有何帮助；三是梯形融资模式涉及哪些相关主体，如何对这些主体行为进行优化。本篇拟对上述三个问题进行系统回答，并作为全书的逻辑框架与索引。

第一章

梯形融资模式提出的理论基础

梯形融资模式理论源于两个方面：一是对全球不同成长阶段企业融资模式经验的总结与升华，二是对企业融资结构、新兴产业融资模型与金融缺口理论的总结。

第一节 最优融资结构与生命周期理论

一、中小企业融资结构理论综述

企业的融资结构（financial structure），又称资本结构，是从融资方式的角度对企业资金结构的划分，指在企业融资总额中内源性融资与外源性融资所占的比重。中小企业的融资结构理论是在企业融资的资本结构理论之上发展起来的，包括早期资本结构理论、著名的MM理论、权衡理论以及在信息不对称下的资本结构理论。

1. MM理论

1958年，美国经济学家莫迪利亚尼（Modigliani）和金融学家米勒（Miller）在《美国经济评论》上发表了“资本成本、公司财务与投资管理”^①一文，得出在完善的市场

^①Modigliani. F. and Miller. H.M. The Cost of Capital , Corporate Finance and the Theory of Investment. American Economic Review 48, 1958. 261 ~ 297

中，企业的融资结构选择与企业的市场价值无关的结论。因两位学者姓氏的第一个字母均为M，故称为MM理论。由于该论断简洁、深刻和抽象，因此在理论界引起了很大的反响，被认为是现代企业资本结构理论的基石。该结论要解决的是企业的市场价值与融资结构的关系问题，基本出发点是：在某些给定的条件下，存在着一个使企业价值最大化的最优融资结构。但由于MM理论是在严格的假设条件下得出的结论，与现实经济差距较远，在实践中缺乏可行性，1963年，两位学者又对该理论进行了修正，莫迪利亚尼在《企业所得税和资本成本：一项修正》中引入公司所得税加以分析研究。其后有许多经济学家对该理论进行了修正，但并未放弃企业实现最优融资结构的均衡方法（Harris and Raviv, 1991）。

20世纪60年代末，资本结构理论沿着MM理论的假设条件形成两条分支：一支企图探讨在引入税收制度后，各类税收差异与资本结构的关系，形成所谓的“税差学派”；另一支以斯蒂格利茨等人为代表，主要研究破产成本对资本结构的影响，形成所谓的“破产成本主义”。这两大学派最后归结到罗比切克（Robichek）和梅耶斯（Myers）所倡导的权衡理论。

2. 权衡理论

修正后的MM理论虽然考虑了负债带来的免税优惠，但却忽略了由于债务上升而形成的企业风险所带来的费用。在此背景下，20世纪70年代中期，权衡理论诞生了，其代表人物是罗比切克和梅耶斯，他们在1966年所写的《最优资本结构理论问题》对权衡理论的思想做了最清楚的阐述。

权衡理论认为，制约企业无限提高负债比例、追求免税因素的关键是由于债务增加而上升的风险。随着企业财务比率的增加，企业陷入财务危机成本的概率也会增加，由此引起的财务成本一方面会降低企业的市场价值，另一方面会降低企业债券购买者的收入预期，加大发行债券的成本，并导致企业发行债券困难，这两个方面都会抑制企业无限追求免税优惠。因此，企业最佳的资本结构应该是对债务的免税优惠利益与由债务上

升而带来的财务危机成本之间进行权衡的结果。

权衡理论引入了均衡的概念,使企业资本结构具有了最优解的可能性,从而为现代企业资本结构研究提供了一种新思路。此外,权衡理论放松了MM理论关于无破产企业与企业投资政策和筹资政策独立的假设,深入讨论了引入破产成本后,股票投资者和债券投资者相互关系的变化及其对企业市场价值的影响。相对而言,权衡理论的结论比较贴近实际,因而到了20世纪70年代,它一度成为现代企业资本结构理论中的主流学派。

3. 信息不对称下的资本结构理论

(1) 代理理论(激励理论)

激励理论包含一类具有代表性的模型,其中较为典型的是詹森(Jensen)、麦克林(Meckling)(1976)的代理成本模型。詹森和麦克林将代理理论引入了企业资本结构的研究,发现代理成本是企业所有权结构的决定因素^①。该理论认为,融资结构会影响经营者的工作努力水平和其他行为选择,从而影响企业未来现金收入和市场价值;该理论还认为,债权融资具有更强的激励作用,这种机制能够促使经理多努力工作,少个人享受,并且做出更好的投资决策,从而降低由于两权分离而产生的代理成本。如果经营者发行债券,企业就会有破产风险,这会使经理具有最大化利润的积极性,从而使市场对企业的评 价也高,企业资金成本就低,市场价值就能够实现最大化;反之亦然。

可见,现代企业最优的资本结构应当是由股权融资和债权融资的代理成本之间的平衡关系决定的,由于债权代理成本随着负债比率的提高而增加,而股权代理成本随着负债比率的提高而减少,因此存在着使总代理成本最小的负债比率的可能,此时的资本结构为最佳资本结构,企业市场价值达到最大化。

(2) 信号传递理论

以Ross、Leland & Pyle (1977)为先驱的信号传递理论,将企业资本结构的决定

^①M. Jensen and W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, March 1976