

黎璞 著

中小企业融资创新

ZHONGXIAOQIYE

RONGZI

CHUANGXIN

RONGZI

中小企业 融资创新

ZHONGXIAOQIYE

RONGZI

CHUANGXIN

黎璞
著

本作品中文简体版权由湖南人民出版社所有。
未经许可，不得翻印。

图书在版编目（CIP）数据

中小企业融资创新 / 黎璞著. —长沙：湖南人民出版社，2013.1
ISBN 978-7-5438-9166-1

I. ①中… II. ①黎… 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（2013）第026878号

中小企业融资创新

编 著 者 黎 璞
责任编辑 戴 军 唐 艳
装帧设计 黎 珊

出版发行 湖南人民出版社 [<http://www.hnppp.com>]
地 址 长沙市营盘东路3号
邮 编 410005
经 销 湖南省新华书店

印 刷 长沙市银北盛印务有限公司
版 次 2013年3月第1版
2013年3月第1次印刷
开 本 710×1000 1/16
印 张 15
字 数 180千字
书 号 ISBN 978-7-5438-9166-1
定 价 28.00元

营销电话：0731-82683348 （如发现印装质量问题请与出版社调换）

前 言

中小企业在国民经济中的重要作用已毋庸置疑，如何通过融资方式的创新拓宽中小企业融资渠道以解决长期困扰中小企业的融资难问题，均是金融学术界和从事实务的人士需要长期关注的问题。

本书试图运用新兴古典经济学中的分工理论作为研究中小企业融资和融资创新理论基础。以分工理论说明中小企业的核心价值是维持社会的持续创新，并用该理论分析了国内中小企业融资困难的深层次原因。指出分工不发达和协调失灵是转轨期内中小企业融资困难的基本成因，而融资创新则是由于分工自发演进的结果。

不少观点都主张发展风险投资和创业板解决中小企业融资。而本书以现代资本结构理论分析中小企业如何对融资方式和期限进行选择，提出现阶段中小企业融资应以债务融资和关系型融资模式为主。通过建立简化的两期融资模型，证明了关系型融资在降低信息不对称方面的重要作用。通过分析几种债务融资创新方式的特点和运作方式，从经济学的角度解释了几种债务融资创新方式对中小企业融资的适用性和意义。并提出了在国内存在某些限制的情况下，如何开展这几种融资创新的变通方式。研究了两种风险分担型融资：商品融资（Commodity-Linked Financing）和 DIP（Debtor-in-possession）融资。通过论证这两种融资方式对中小企业融资的适用性，说明了风险分担型融

资在降低中小企业不对称信息方面的作用。

民间金融对于解决中小企业融资有着特殊的优势，本书从社会资本的角度论述了其融资机制，特别对社会资本在中小企业集群融资中的作用作了较深入的分析，并提出了多方主体共同参与的“鸟巢”融资创新模式。

根据期权定价理论，本书建立多维随机微分方程给融资方式定价，通过分析商品融资的特点，变换方程的边界条件，从金融学的角度，而非纯数学角度，推导商品融资期权的定价模型。在分析商品融资期权特点的基础上，变换偏微分方程的边界条件，得到一个符合目前国内中小企业现状的解析解，为解决融资创新方式定价难的问题提供了一条思路。

综上所述，本书力图从理论上分析中小企业融资难的根本原因所在，并根据其原因提出适合中小企业的融资创新方式。本书中社会资本与“鸟巢”融资创新模式的提法主要受益于吴小瑾博士，在此特表示感谢。限于作者的水平，书中不免有错误和不足，还望读者和同行不吝赐教。

目 录

CONTENTS

第1章 绪论 /001

- 1.1 研究目的与意义 /001
- 1.2 文献综述 /005
- 1.3 研究思路、架构、内容 /013

第2章 我国中小企业融资现状分析 /015

- 2.1 中小企业的界定 /015
- 2.2 中小企业存在性的经济学解释 /017
- 2.3 中小企业集群的兴起 /019
 - 2.3.1 产业集群的兴起 /019
 - 2.3.2 集群中小企业竞争力的提升 /021
- 2.4 我国中小企业的融资现状与特点 /025
 - 2.4.1 我国中小企业现状 /025
 - 2.4.2 我国中小企业融资的现状和困难 /027
 - 2.4.3 中小企业融资难的基本成因 /033
 - 2.4.4 我国中小企业的金融支持 /036

第3章 中小企业融资结构理论分析 /038

- 3.1 融资结构理论综述 /038

- 3.1.1 企业融资过程 /038
- 3.1.2 融资成本与融资风险 /041
- 3.1.3 我国企业融资二元结构 /043
- 3.1.4 企业融资结构与治理结构 /045
- 3.2 中小企业融资结构的选择 /049
 - 3.2.1 影响融资结构的因素 /049
 - 3.2.2 非对称信息下的中小企业融资结构 /051
 - 3.2.3 关系型融资两期模型 /056
 - 3.2.4 非对称信息下中小企业的融资方式 /058
- 3.3 融资创新机制分析 /061
 - 3.3.1 不完全市场的帕累托改进 /061
 - 3.3.2 融资方式的演进 /063
- 3.4 中小企业资本结构期权分析 /067
 - 3.4.1 无套利均衡原理 /067
 - 3.4.2 缺 /071
 - 3.4.3 企业资本结构与期权 /075
- 第4章 产业集群与社会资本融资 /079**
 - 4.1 民间金融与社会资本 /079
 - 4.1.1 民间金融 /079
 - 4.1.2 社会资本 /083
 - 4.1.3 产业集群内社会资本的构成 /086
 - 4.2 集群社会资本融资机制对中小企业信贷市场的改进 /091
 - 4.2.1 中小企业信贷市场的需求与供给 /091
 - 4.2.2 社会资本的融资机制对中小企业信贷均衡的改进 /099
 - 4.2.3 集群社会资本的演进对融资机制的影响 /102
- 第5章 抵押担保融资创新方式研究 /105**
 - 5.1 应收账款抵押和转售 /105

5.2	存货质押	/110
5.3	抵押担保融资创新对中小企业的适用性	/114
第6章 风险分担融资创新方式研究 /118		
6.1	商品融资	/118
6.1.1	商品融资的结构化方法	/119
6.1.2	商品融资优势	/121
6.1.3	国内应用商品融资的现状与前景	/122
6.2	DIP 融资	/125
6.2.1	DIP 融资的构成要素	/126
6.2.2	实施 DIP 融资的影响因素	/127
6.2.3	DIP 融资的金融创新特征	/128
6.2.4	对中国处理不良债权的借鉴意义	/129
6.3	风险分担融资对中小企业的适用性	/131
第7章 中小企业资产证券化研究 /133		
7.1	资产证券化基本理论	/133
7.1.1	资产证券化的定义	/133
7.1.2	资产证券化的优势	/136
7.1.3	资产证券化运作流程	/137
7.1.4	资产证券化原理	/140
7.2	资产证券化结构	/143
7.2.1	资产处置	/143
7.2.2	资产服务	/144
7.2.3	流动性便利	/145
7.2.4	SPV 的构造	/146
7.3	适用于中小企业的资产证券化模式	/149
7.3.1	中小企业资产证券化结构	/150
7.3.2	应收账款证券化	/153
7.3.3	中小企业贷款证券化	/156

7.3.4 不良资产证券化 /159

第8章 中小企业集群融资“鸟巢”模式创新 /163

8.1 “鸟巢”模式的提出 /163

8.1.1 中小企业集群融资模式选择标准 /163

8.1.2 现有集群融资方式的不足 /165

8.1.3 多方主体参与的“鸟巢”模式基本构架 /167

8.2 “鸟巢”模式的运作与管理 /170

8.2.1 互助担保公司的设立和运作 /170

8.2.2 信用协会的组织 and 运作 /178

8.2.3 建立以风险为本的监管体系 /181

8.3 中小企业集群融资“鸟巢”模式的信用风险管理 /182

8.3.1 产业集群信用风险的识别 /182

8.3.2 产业集群信用风险评级 /186

8.4 “鸟巢”模式进一步完善的建议 /195

第9章 融资创新方式的定价 /198

9.1 多维期权模型简述 /199

9.2 商品融资期权定价模型的推导 /201

9.3 商品融资期权定价模型的验证 /205

第10章 中小企业融资方式实证研究 /209

10.1 样本来源与统计描述 /210

10.2 回归模型 /213

10.3 回归结果分析 /214

第11章 结论与展望 /219

11.1 本书观点 /219

11.2 展望 /222

参考文献 /223

第1章 绪 论

1.1 研究目的与意义

20 世纪 80 年代后,中小企业的作用已越来越被世界各国所关注,世界各国的数据表明,中小企业的作用不容忽视。“有‘中小企业王国’之称的意大利,中小企业占 98.82%,大企业仅占 0.18%。日本的中小企业总数占企业总数的 99%,从业人数占总从业人数的 78%,制造业中,中小企业的产值达到总产值的 50% 以上。美国的中小企业占企业总数的 90% 以上,创造了 50% 以上的国内生产总值,产品出口额占全国总出口额的 30%”(谢丽辉,2001)。

中国企业联合会发布的 2001 年中国企业白皮书——《中国企业发展报告》(<http://www.cnsme.com>《中国中小企业发展报告摘要》),关于中小企业报告的部分阐明了中小企业在中国国民经济中的地位与作用主要有以下几个方面:

1. 中小企业特别是小企业是国民经济健康协调发展的重要基础。
2. 中小企业特别是小企业是社会稳定的重要保证。中小企业以其占全部企业 48.5% 的资产创造 69.7% 的就业岗位,其重要原因之一就是中小企业创造一个就业岗位的成本比大企业低得多。据统计分析,在中国,大型企业创造一个就业岗位需投资 22 万元,中型企业创造一个就业岗位需投资 12 万元,小型企业创造一个就业岗位只需

投资 8 万元。

3. 中小企业特别是小企业是稳定财政收支的基础，也是确保国家财政收入特别是地方财政收入的稳定来源(1994 年以后，中国实行分税制财政体制，除增值税的 75% 和中央企业所得税等属于国税外，增值税的 25% 和营业税、地方所得税等均为地税)。中小企业通过承担 69.7% 的就业岗位，不仅为国家减少了在社会保障方面(如失业保险等)的财政开支，同时还为国家创造了 43.2% 的工商税收。

4. 中小企业特别是小企业是政府集中精力“抓大”的保证和必备条件。中小企业的发展可以为国有大企业下岗职工创造就业岗位，可以为大企业提供配套服务，也可以成为以大企业为龙头的企业集团的小成员。可以说，中小企业的健康发展是政府集中精力“抓大”的保证和必备条件。

5. 中小企业是鼓励民间投资的重要载体。

6. 中小企业是发展和建设小城镇的主体。

在上述地位与作用中，解决就业，实现社会稳定成为中小企业的重要使命。

陈晓红(2000)指出：中小企业可从组织发展过程中界定，企业组织的成长一般经历五个阶段，中小企业是企业组织的成长阶段，必然有发展过程中的问题和制约因素，如中小企业融资往往是企业发展过程中一个重要制约瓶颈。

中小企业因规模小、可抵押资产少、信用等级低以及管理水平不高等因素的限制，在发展过程中普遍存在融资难的问题。这一矛盾是世界范围普遍遇到的问题。而我国中小企业除上述原因融资困难外，中小企业的融资难近几年又出现了一些新的特点：由过去的企业对维持简单生产的流动资金的需求，扩展到扩大再生产的资金需求；由单纯从银行贷款的需求，扩展到多渠道融资的需求；由对资金的需求，扩展到资本扩张/资本合作的需求；随着就业形势和就业政策的变化，

从过去企业的资金需求，扩展到个人就业、合伙创业的资金需求；从保证回报的融资形式，扩展到高科技等行业的风险投资需求。另外，因经济体制改革滞后，所有制歧视以及一些不符合市场经济规律的政策、规定等制约因素，使我国中小企业融资问题表现更为复杂。中小企业融资的特点为金额少、频率高，对金融机构来说，由此带来管理成本和交易成本的高企，使其从事中小企业融资服务的积极性大打折扣。因而前几年，中小企业融资乃至中小企业本身在理论界和实践领域，几乎成为一个为人淡忘的角落。

近年来，日本经济衰退的现实使国内主张效仿“日韩模式”，成立大型企业集团的赶超战略已无多大说服力，“硅谷模式”的影响和国内民营企业的崛起使中小企业日益成为关注的焦点，研究中小企业也就成为一门“显学”。然而大多数对中小企业融资的研究集中在融资困难的描述和制度建设的呼吁，缺少对中小企业融资创新方式和定价模型的研究。

企业融资一开始就与企业资本结构、股利政策和投资学等理论密切相关。以索罗斯的观点来分析，它们之间存在反身性作用。因此研究中小企业融资必然要涉及资本结构、投资决策领域的内容。自从莫迪格利安尼与米勒提出著名的“MM”理论之后，现代资本结构先后有破产成本主义、税差学派、权衡理论、新优序融资理论、代理成本说、财务契约论和当前最流行的信号模型，无不力图找出一个最优资本结构，从而决定最优融资决策。资本结构理论无疑给企业融资提供了必要的理论前提和方法论的指导。

在研究融资结构时，如何运用现代资本结构理论阐述企业融资决策是本书的一大难点和重点。证券投资组合理论揭示了对于理性投资者来说应当遵循的一般规律，但也说明了在市场中并不存在对所有投资者来说都是最佳的投资组合。任何一种融资方式均可视为一种证券，同理也不存在一种对任何企业来说都是最优的融资组合或融资策

略。企业融资的决定因素是融资种类、期限以及风险控制，这就需要运用现代资本结构理论对上述因素的决策作一般规律性的描述与理论铺垫。

在众多的资本结构理论流派中，本书从非对称信息下的资本结构理论的角度考虑企业融资问题，此学派又称新资本结构理论，是目前的主流学派。将非对称信息作前提考虑问题，最大的好处是与现实较接近，不会出现如“MM”定理在理论界人人皆知，却很难向现实生活中的财务人员解释资本结构与企业价值无关的现象。

投资学无论是在理论指导还是实践操作当中都与企业融资密不可分，特别是目前方兴未艾的金融工程，使企业融资由单一的股权、债务融资发展到结构化融资技术，使人们可以依照自身的风险偏好和资产/负债匹配的要求，将已有的金融工具进行组合，“把现有资产灵活运用起来”，更好地满足融资双方的需求。资本结构理论和投资学是现代金融学的两大组成部分，当前两个领域有分离的趋势，一方是“形而上”（资本结构理论），一方则“形而下”（投资学）。研究企业融资就是要通过分析融资内在机制、驱动因素，使“道”与“器”之间建立有机和互动的联系，形成良性的反身作用，只有这样资本结构理论才不至于是一种“屠龙术”，迅速发展的金融工程也不会成为金融市场动荡的替罪羊而夭折。

中小企业在发展的各个阶段，对融资渠道和手段有着不同的要求，各国的经验表明，在中小企业的不同发展阶段，正式和非正式金融、正式和非正式金融中介以及全国和地方性的证券交易市场都对中小企业融资起着重要的作用。解决中小企业融资需要多层次和多样化的金融支持，拘泥于少数几种融资方式不可能解决中小企业融资问题，李扬(2001)指出“所谓中小企业融资问题，在本质上是一个创造适合企业产生、发展、壮大的金融机制问题。在这里，重要的是要培养一个充满自由资本精神以促进企业成长的自由资本市场；如果没有

自由资本精神，如果不能以自由资本精神来考虑中小企业融资体系的发展，这个问题不可能解决好”。

1.2 文献综述

所谓“融资”就是指资金的融通。企业采用一定的方式，通过一定的渠道从企业内部或外部投资者、债权人处筹集资金的经济行为称为企业融资。在现实中资金的来源与资金的运用是密切相关的，资金的运用效率影响资金的来源，因而往往并称投融资，人们通过计算风险和回报，得到未来价值的贴现值，由此进行投融资决策。在这一过程中，市场经济得以突破其初级阶段，而进入资本化阶段。“大规模的资本的筹集，在根本上依赖于市场经济的现代模式的最核心的一项制度——信用制度。”（汪丁丁，《回顾“金融革命”》，1997）企业融资创新首先在信用上进行了突破，目前出现的融资创新比以往更关注融资企业整体或部分资产未来可预期的现金流，结合金融工程化技术，设计出许多新的金融交易工具，从而降低企业融资成本，提高信用等级。融资创新反过来对企业的融资（财务）决策、治理结构等产生了重要影响。率先提出创新理论的熊彼特在《经济发展理论》（1990）第三章信贷与资本中指出，“我们所说的信贷创造无非是一个把现有资产灵活运用起来的问题”，“凡属不是以过去的发展所创造的购买力的蓄水池为凭借的信贷，只可能是特别创造的信贷支付手段，它的后盾既不是严格意义上的货币，也不是已经存在的产品，这种信贷……可用企业家恰好拥有的任何一种财产来担保”。

在中小企业融资方面，陈晓红、郭声琨主编的《中小企业融资》（2000）是国内最早研究中小企业融资问题的专著之一。《中小企业融资》一书对国内外中小企业融资作了系统的比较，从直接融资和间接融资两个方面，论及了不少中小企业可借鉴采用的融资方式，提出了

及早建立国内中小企业信用担保体系的建议，并且在实务操作层面上介绍了商品贸易融资这一融资创新手段。

李扬、杨思群所著的《中小企业融资与银行》论述了中小企业融资所涉及的各种融资渠道，其基本观点为“以自由资本精神来考虑中小企业融资”，因此发展民间金融也就成为该书顺理成章的建议，书中有一些数据反映了国内中小企业融资的现状。

曹凤岐在《建立和健全中小企业信用担保体系》(2001)中认为建立和健全中小企业信用担保体系应充分发挥政府的担保体系建立过程中的作用，建立担保机构风险补偿机制，并建立完善中小企业资信评级制度。

国家计委的一份研究报告《破解中小企业融资难题必须从资金源头抓起》(2001)指出，目前银行的惜贷现象引起了新的银企矛盾，使中小企业融资面临更大的困难，要解决这一问题，必须从源头上分流社会资金。

徐洪水(2001)从金融缺口和交易成本的角度探讨了中小企业融资困难的原因，并以中小企业发达的宁波市作为实证个案，指出纾解融资困难的途径在于降低交易成本，强化中小企业金融支持系统，探索融资制度的创新，缓解金融缺口压力。中国人民银行宁波中心支行从技改贷款对民营企业的融资偏好与约束作分析，也提出了相类似的观点。

中小企业的信息不对称一直比大企业严重，林汉川、管鸿禧(2002)对湖北和广东 2000 多家中小企业作了一次问卷调查，力图了解中小企业的资本分布、投资以及资金来源等情况，经过调查获得一个 303 份有效答卷组成的数据样本。通过分析样本，林汉川、管鸿禧在对策建议中认为中小企业要尽可能利用基于商业信用的融资手段。

青木昌彦的《比较制度分析》(2001)在对制度多样性的分析中，论述了关系型融资和硅谷模式，虽然该书主要是用博弈论探讨制度的

形成、运行和影响，但上述两章对理解中小企业融资中的一些问题有很好的借鉴作用。

杨小凯的《新兴古典经济学和超边际分析》将古典经济学中关于分工和专业化的思想变成决策和均衡模型，以杨小凯为代表的一批经济学家用超边际分析方法内生个人选择专业化水平的决策，然后来分析市场和价格制度如何决定全社会分工水平，可以解释企业的出现和企业内部的均衡意义，并由此提出“企业规模无关论”。杨小凯关于分工演进和专业化分工的理论主要应用于国际贸易理论、产权经济学等方面，对中小企业论及不多，本书认为杨小凯的理论对中小企业融资创新也有很好的解释作用。

融资决策与资本结构密切相关，现代资本结构理论成为金融学领域中的一个独立分支已有近半个世纪，但至今仍是一个尚未解决的难题，如麻省理工学院教授梅耶斯(Myers)曾说：“我们对资本结构问题所知甚少。”众多研究者从多个角度就企业最优资本结构进行了探讨，结果是众说纷纭，各执一词。最优资本结构成为一个谁都可以解释却谁也解释不清的难题。在一篇关于资本结构的文献中有一段耐人寻味的話：“……建立评估企业债务的数量模型是一个主要障碍。风险债务的定价是决定其最优期限与额度的前提条件，但风险债务的评估相当复杂，其价值取决于债务凭证的发行额、期限、赎回条款、违约因素、税收、股利政策和基准利率等。这一切又取决于企业的战略决策，并最终取决于债务的期限和额度。”(Hayne. E. Leland, 1998)

新古典经济学的一个重要假设前提为信息是完全与对称的，并由此进行最优决策，如理性预期理论等。众所周知，现实生活中的信息不对称是十分普遍的，企业融资中各项担保权益的产生，其原因就在于融资方与贷款方(投资方)的信息不对称。国外不少专家在非对称信息条件下资本结构理论领域做了大量的研究，以至于有人称“看来在该领域作进一步的研究努力也不会有更新的突破”(Harris & Raviv,

1991)。作为理论基础,非对称信息学说可从理论上较好地阐述企业应如何选择融资方式,如何向资金提供方传递有效信息,以最低限度地降低交易成本。当前出现的一些融资创新如资产证券化、DIP 融资等,使资信等级低的企业能以高资信等级融通资金,这主要得益于法律等制度上的安排,而这种制度安排在何种程度上向投资者传递了有效信号,从而能降低交易成本,提高整体福利水平,非对称信息资本结构理论目前尚涉及不深,可作一些有益的探讨。

最早运用非完全信息动态博弈方法分析不对称信息下的资本结构应是 Myers 和 Majluf 于 1984 年提出的优序融资模型。Gibbons 在《博弈论基础》(1999)中论述了此类模型。在存在高利润与低利润两类企业时,投资者在只能观察企业承诺的股权利润,而无法观察企业的真实利润时,投资者预期为混同均衡,由此建立的博弈模型最终结果是投资者无法区分利润高、低两类企业,股权融资对低利润企业更有吸引力,企业向外发送信号无效率,导致投资不足。模型内在机制迫使企业寻找内部资金渠道或债务融资。日前中国企业热衷于上市发行股票——配股/增发新股的融资模式,其他融资工具却鲜有采用。考虑到目前国内企业尚未真正转换经营机制,整体效率低下,上述博弈模型可部分解释国内企业热衷股权融资的原因。

方晓霞的《中国企业融资:制度变迁与行为分析》(1999)、卢福财《企业融资效率分析》(2001)和万解秋《企业融资结构研究》(2001)都从特定的角度研究了中国企业资本结构,但运用现代资本结构理论分析企业特别是中小企业的资本结构却不多,并且上述三篇文献都认为存在着企业最优资本结构。本书却认为鉴于信息的不对称和经济系统的复杂性,可能只有次优的资本结构。

Bernnan & Kraus(1987)则指出尽管存在非对称信息,但通过选择适当的融资工具,信息有可能无成本、有效率地传递给投资者。如选择负债比例是企业传递的无成本信号, Bernnan 与 Kraus 指出如果投资