


中小企业 民间融资

罗丹阳◎著

ZHONGXIAO
QIYE MINJIAN
RONGZI

 中国金融出版社

中小企业民间融资

罗丹阳 著

 中国金融出版社

责任编辑：亓霞

责任校对：刘明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中小企业民间融资 (Zhongxiao Qiye Minjian Rongzi) / 罗丹阳著. —北京: 中国金融出版社, 2009. 1

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4842 - 7

I. 中… II. 罗… III. 中小企业—融资—研究 IV. F276.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 191918 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 13

字数 169 千

版次 2009 年 1 月第 1 版

印次 2009 年 1 月第 1 次印刷

印数 1—2090

定价 29.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4842 - 7/F. 4402

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

序

本书即将出版之际，正值金融危机肆掠。这次由美国次贷危机引发的全球性金融海啸，虽未对我国造成大的直接冲击，但由此引发的对我国宏观经济领域诸多问题的思考，却是深刻的。

危机给我们的深刻教训之一，是经济不可能长期在失衡状态下安全运行。美国是世界第一大经济强国，但同时也是一个经济长期失衡的国家，其经济增长主要以消费为主要驱动力，国内储蓄严重不足，造成贸易项下逆差，且长期以来缺乏强有力的调整机制。危机的实质，是经济运行的内在规律强制美国经济作出调整。危机之下，美国民众消费水平急剧下降，个人储蓄率迅速上升，经济虽经受痛苦，但逐步向均衡水平靠近。

我国经济也是长期在失衡状态下运行，其根源在于中国经济的储蓄投资转化机制失效。中国的外部失衡表现为贸易项下的顺差，内部则为储蓄相对于消费和投资过剩。一方面，作为增长规模最大的发展中国家，中国有着众多良好的投资机会，但由于民营资本难以获得融资，导致大量潜在投资不能形成，投资相对储蓄不足，最终过剩储蓄通过出口、以外汇储备的方式向美国等发达国家输出。而另一方面，中国又引进大量外资来弥补投资的资金缺口，并予以高额投资回报。

现在很多人都算了这么一笔账：资本流入中国所获取的收益率有10%以上，而我们以持有美国国债形式为主的资本流出的收益率只有2%左右。长期失衡最终以何种方式来调整尚不敢断言，但可以肯定的是，这种状态是难以为继的。

我欣慰地看到，《中小企业民间融资》这本书在民间资本与中小企业融资之间架起了一座桥梁。看似一个相对微观的小问题，实际却关乎宏观经济面的发展。如若将民间资本引向中小企业的渠道能够更为畅通，就能够同时解决储蓄过剩和潜在投资转化为实际投资两个问题，使我国宏观经济朝着更加持续、健康的方向发展。

这些年来，我看到关于中小企业体制外融资的文章不少，但能够在理论上占据一席之地的研究成果并不多。作者的理论准备，使本书在这一领域有所突破。说到中小企业融资难，大多数研究成果都以中小企业与正规金融机构之间“信息不对称”为前提。而本书认为，由于中小企业的经营、组织方式决定了其融资需求中包含了对社会资本的需求，从而使以银行中介为主的正规金融体系不适应中小企业的融资需要。而民间金融在融资中加入了信任、互助、风险共担等因素，恰恰满足了中小企业的特殊融资需求。本书给我们的启示是，要解决中小企业融资难的问题，不仅要从解决信息不对称角度来考虑，还要从建立“利益相关者”的关系来考虑，在银行借贷之外，发展包括私募股权融资、企业债融资在内的多种融资方式，多元化地来解决这个问题。

我国当前的金融体系多是借鉴发达国家经验，自上而下建立起来的。而民间金融体系是自下而上自发而成，形式多样，灵活变通。两个体系的合二为一，需要管理当局抱着更加开放的态度，接纳民间的

金融体系，去其糟粕，存其精华。在同一个经济中，有多层次的金融组织，来满足多层次经济主体的需要，方才是真正意义上的现代金融体系。

故乐为之序。

胡 乃 武

2008年12月

摘 要

本书旨在对解决中小企业融资难问题提供一个新思路。本书的研究表明,由于中小企业组织经营的特质性和特定风险,其融资需求中加入了信任、互助、忍耐等社会资本的需求,因此,民间融资从某种意义上讲是中小企业的自主选择。

本书第1章就中小企业融资问题的研究进行了理论综述。对引起中小企业融资难的原因,比较一致的看法是信息不对称问题的存在。但仅仅立足于信息不对称而采取的种种解决方式,如引入抵押担保、发展关系型贷款、培育民营中小金融机构等,都因其自身受各种条件制约,难以从根本上解决问题,正规金融仍然不能够满足中小企业发展的需要。以 Stiglitz 为代表的制度经济学和信息经济学者认为,金融市场上普遍存在信息不对称问题,银行等正规金融机构无法在众多的贷款申请者中分辨出哪些人有还款能力,哪些人的信用状况良好,这就导致了逆向选择和道德风险问题,使得金融机构贷款的质量严重恶化。金融机构为了自身的盈利和降低风险,不得不采取信贷配给政策。同大企业相比,中小企业与银行间的信息不对称问题更严重,更容易受到银行信贷配给的约束。

针对信息不对称问题,学者们提出了多方面的建议。其中具有典

型性的包括：引入贷款抵押这样的甄别机制，低风险的企业将会承诺较高的抵押水平而享受较低的贷款利率，而高风险的企业则与之相反，以此来缓解信息不对称带来的不利影响；发展关系型贷款，解决银企关系中的“软信息”问题；发展中小金融机构来克服信息不对称；发展民营金融机构的“体制内”金融来支持民营中小企业的发展；通过完善担保体系和信用等级评估体系来解决问题；等等。

然而，仅仅立足于克服信息不对称来解决中小企业融资问题的上述措施建议似乎效果不佳：抵押品的不足是中小企业融资中一个新的棘手难题；大型商业银行与中小企业发展关系型贷款，既不现实，又存在较高的道德风险；增加民营中小金融机构不具有充分根据，在我国金融业监管能力、自律水平、保障措施都不到位的情况下，盲目发展民营银行可能会引发系统性的金融风险，而且，至今没有强有力的证据说明民营银行与民营中小企业有更紧密的联系，民营银行、中小银行的偏好仍然是大企业、大客户，民营中小金融机构具有信息优势的假设很难成立；建立政府信用担保机制也不是灵丹妙药，政府担保机构难以克服道德风险，设计糟糕的担保机制反而会削弱企业的还款激励机制，加剧“赖账文化”。

在此理论和政策背景下，本书对中小企业在银行融资以外的其他融资方式进行了系统考证和研究。不同于此前的大量书籍和文章，本书的第2章从一个全新的视角对中小企业的组织和经营特征进行了重新认识和概括，强调了中小企业的特殊融资风险。该章概括了中小企业组织的几个重要特征：

第一，企业家起主导作用。无论是个人业主制企业，还是合伙制企业，甚至于民营有限责任公司，企业的所有者与经营者基本上合二

为一。由于企业内部组织结构的简单化，民营中小企业管理的人格化现象比较突出，企业家尤其是创业者的个人魅力往往就成为维系企业管理稳定性的关键因素。企业家不仅运用个人的企业家才能发挥着发现市场、创造市场、应对不确定性这些核心作用，而且还凭个人的品质和能力建立起一种分等级的人际关系结构，而这一人际关系结构是企业发展的基础。以企业家为中心，企业内部、企业间以及企业的其他利益相关主体之间形成了非契约型长期合作博弈关系，这种合作博弈是民营中小企业灵活变通、管理和生产成本低等一切优点的“起源”。

第二，具有家族性特征。家族企业具有悠久的历史，虽然股份公司已经成为主导性的企业制度，但是大多数民营中小企业仍然采用了家族管理的形式。从企业制度供给方面看，我国缺乏现代公司制的运作条件（《中华人民共和国公司法》1993年才颁布）。而从制度需求来看，一方面，由于长期以来我国的社会信用受到极大的破坏，人们彼此间的信任度较低，缺乏经济合作的基础，选择以人缘、地缘、血缘为基础的合作方式远比建立在社会信用基础上的现代公司制要可靠得多；另一方面，受我国的家族文化的影响，人们在选择合作对象时，首选对象往往是家族成员。中小企业在创业阶段，往往是企业的创始者及其最亲密的合伙人（包括以血缘、亲缘、姻缘关系和以地缘、学缘、友缘关系为基础的、以长期固定规范为纽带建立的关系人），将资本、劳动力、土地、技术等有组织地投入于某种产品或服务的专业化生产和社会化销售活动中。在企业的发展过程中，企业创始者及其最亲密的合伙人始终掌有大部分股权，并保留高层次管理的主要决策权，特别是有关财务政策、资源分配和高级人员的选拔方面的决策权。

第三，受集体主义的传统观念支配。为了克服中小企业的弱质性和在市场竞争中的不利地位，在中小企业之间，必须形成团结一致的行为，以开辟销售市场，寻找技术服务，相互提供资金支持。人们以各种各样的联系来传递商业信息和市场信息，各个企业之间往往有共同的熟人、共同的交易网络和错综复杂的利益关系，互利、双赢，共同做强、做大是主要思维理念。通过彼此的长期博弈，大家就会对彼此的交往有一种稳定的预期，一个互利的“合作解”成为人们的合理选择。在这里，重复博弈中惩罚的可信度是维持合作博弈的关键。在集体主义文化中，集体的惩罚是可信的。这种集体主义文化可以说是支撑中小企业发展最为有利的文化环境。在中小企业内部，企业主及其核心层之间、管理层与员工之间、员工与员工之间，集体主义的合作精神也表现得较为明显。虽然企业的控制权属于家庭或个人，但资产的收益权和让渡权却平均或非平均地属于企业的全部成员。集体主义还表现在企业内部人之间的互相帮助和平等关系。中小企业内的许多员工是从小一起长大的，相互间很熟悉，互相帮助是处世待人的基本原则。在企业遇到困难的时候，文化上的力量仍然能够支持员工之间的交往和企业的运转。

第四，具有柔性组织和模糊契约特征。民营中小企业采取的组织形式具有所谓不规范和柔性的特征。这种组织不追求形式的完美，而把“有效”和“实用”作为最基本原则。在这种组织中，往往没有僵化的行政体制和明确的行政分工，一人多职和一人多岗非常普遍。企业以市场为依托，以产品开发和地域协作为纽带，能够在较短时间内以最大效率形成上至企业主本人，下至普通职工联合而成的“攻关组织”和“突击团队”，完成对某一新产品的开发或对某个市场的占领。

第五，受非正式制度的约束力强。非正式制度是一套历史上沿袭下来、为大多数人所认同的规则，如家庭伦理、礼俗、乡规、习惯等。在经济转型期，由于正式制度的不健全，非正式制度在相当程度上弥补了正式制度的不足。这些习俗和传统积累的惯例以共同的群体利益和紧密的社会互动为基础，因此，对于民营中小企业来说，以非正规的组织形式和管理制度进行资源配置存在合理性和有效性。随着民营企业的蓬勃发展，非正式制度也得到不断强化。

在经营上，民营中小企业具有以下特征：

一是集中于劳动密集型产业。由于劳动密集型产业资金的进入门槛低，科技含量低，而且存在显著的资本报酬递增，因此，成为民营中小企业集聚的产业领域。由于过去相当长一段时期劳动密集型产业符合我国的要素资源禀赋的特征，因而获得了长久的生命力和竞争力。

二是单位资本的盈利能力强。资本约束的存在，迫使中小企业采取与大企业完全不同的盈利模式，即尽可能以劳动力来代替资本的资本弱化模式。这在我国以劳动力供给充裕为特征的发展时期是有效的，但与此同时，资本弱化也加重了中小企业财务上的脆弱性。

三是大多数民营中小企业寿命短，经营具有不确定性。经营灵活性是中小企业的天然优势，但灵活性也意味着不确定性，在一定条件下，优势也有可能转化为劣势。不确定性意味着产品和市场的频繁转换，缺乏自己的品牌和稳定的主营业务等，对于稳健的投资者来说，这些灵活性特征将直接导致其投资预期收益的不确定性，即风险增加。加上资产少、底子薄、抗外部冲击的能力弱，与大企业相比，中小企业普遍有着较高的倒闭率或歇业率。中小企业经营的不确定性和较高

的倒闭率，使银行和投资者面临着较大的风险。

四是财务上具有不稳定性。和大企业相比，中小企业往往具有更低的固定资产比率，更高的债务比率，且投资对利润留存的依赖性强，因此，融资风险更大。

民营中小企业的上述组织和经营特征决定了其融资需求具有不同于大企业的一些特殊性。本书的第3章对此进行了分析：

一是融资的基础是企业家个人及其家族的信用。中小企业的财产权集中于企业家个人及其家族，从而也使企业家个人和家族承担了企业风险和隐性成本，也就是说，企业家个人及其控股的家族承担着企业兴衰的主要责任。当中小企业因扩大生产规模或追求技术进步而需要进行外源融资时，企业家个人及其家族的信用就成为资金提供者最看重的因素。

二是融资所需信息的生产和传递都是通过私人方式。由于中小企业建立的基础就是人缘、地缘、血缘，因此，人际信任是中小企业融资中起决定作用的信任因素。信息生产和传递的私人方式，使信息更具隐秘性和真实性，有利于维护企业的竞争优势。

三是中小企业的复杂性和多样性导致融资方式具有高度的灵活性。企业与所有者个人的紧密联系，导致企业的融资需求更加人格化。个人因素，包括所有者的目标函数、风险回避度、失败容忍度、避税考虑、控制权考虑以及知识水平等，导致企业融资方式因人而异，因人制宜。

四是投资者或债权人需要较强的风险容忍度。正如前文所述，中小企业的经营具有不稳定性 and 高风险性，遇到经营困境、资金周转困难的概率较大企业为多，作为投资者或债权人，必须要有较强的风险

承受能力和风险容忍度，即所谓有福同享，有难同当。一旦时机不对就抽逃资金，将会加剧企业的困难，加速其死亡。

显然，兴起于大工业经济基础上的现代金融体系，并不适于民营中小企业的融资需求。本书的第4章应用现代中介理论对此进行了分析。现代金融中介的优势是其规模效应，金融中介机构利用借贷两方面规模经济的好处，使交易成本得以节约。然而，面对中小企业分散的、多样化的且信息严重封闭的融资需求，正规金融中介的规模效应却出现失效：一是中小企业信息无法进行标准化生产、交易和传递；二是大规模生产面对中小企业小规模需求发生“规模不经济”；三是标准化金融产品不能满足中小企业的灵活性、多样化融资需求；四是现代金融中介非人格化的角色定位加重了中小企业的经营风险。

运用上述观点，第4章还对中小企业面临的正规金融约束进行了实证分析和证明。先是对世界范围内的中小企业融资有关数据进行了整理，证明了中小企业融资难作为世界性难题存在的事实。然后，对我国中小企业融资整体情况进行了分析，指出我国中小企业融资难问题远甚于金融市场发达国家。同时，通过对江苏和浙江这两个同处于东部沿海、中小企业经济发达地区的中小企业融资状况进行了对比分析，我们发现：在民间金融活跃的浙江省，中小企业融资难得到了缓解；而在正规金融总量更大的江苏省，中小企业面临的融资问题更为严峻。

那么，中小企业如何解决其融资问题呢？在正规金融约束客观存在，而且无法得到缓解的情况下，笔者把目光投向中小企业的民间融资活动。民间市场是现阶段中小企业资金的主要来源之一，这已是不争的事实。虽历经政府的管制、打压、取缔，民间金融仍然生生不息，

而且越是民营经济、中小企业发达的地区，民间金融就越发达。本书运用中小企业融资结构理论，对民间金融之于中小企业融资需求的天然契合性进行了论证，阐明当前存在的多种非正规的民间金融形式，实际上是中小企业现代融资体系的雏形。

本书第5章对民间金融进行了概述，并重点就民间金融与中小企业融资需求的契合性进行了深入分析：

一是依靠资金供求双方的人缘、地缘关系获取关于借方的信息特征，从而在很大程度上克服了信贷市场上的信息不对称难题。正规金融与非正规金融，二者的差异在于各自的信息结构不同，因而，对于信贷市场上信息不对称问题的反应不同。

二是作为一种最重要的社会资本，企业和个人之间、企业和企业之间的融资关系促进了相互间的信任和依赖，使融资者和被融资者结成了某种意义上的利益共同体。当资金的提供者限于亲友圈时，在资金需求者同时也是经营者遇到暂时的经营困难时，提供者会延长还款期限，以帮助经营者渡过难关。从股权融资的形式来看，资金提供者并不会对控制权提出多大要求。因此，非正规金融不仅有助于解决中小企业克服融资的供给约束，同时也克服了中小企业的融资需求约束，促进了中小企业的发展和壮大。

三是和正规金融中的关系贷款和人情贷款相比，民间金融具有灵活方便自由、预算约束硬化、借贷双方信息对称、契约成本低、服务态度好等特征，因此，其贷款回收率较高。

四是民间金融活动具有示范效应，既让所有存在不偿还贷款倾向的借款人望而却步，也限制根本不具备还款能力的人进入信贷市场，从而促进了社会信用关系的改善和信用体系的建立。借款者和贷款者

之间因长期和多次交易而建立起的相互信任和合作关系在抑制契约双方的道德风险方面具有效率，而且，违规者还会因遭到社区排斥和舆论谴责而付出高昂代价。合作圈的约束力越强，成员之间合约的履行率就越高，借款者更重视偿还非正规金融贷款，以便与其保持长期稳定的借贷关系。

在进行了充分的理论阐述后，本书构建了模型，对不同类型、不同规模企业如何在正规金融和非正规金融之间进行选择作了进一步的证明。计算结果显示，风险低于临界点风险的企业，其向正规金融部门贷款的成本低于向民间金融部门贷款的成本，而风险高于临界点的企业，其向民间金融部门贷款的成本低于向正规金融部门贷款的成本。其中，风险大小根据企业规模、有效抵押品和自有资金水平来判断。民营中小企业的经营风险普遍高于大企业，因此，民间金融是其更为合理的选择。

第6章和第7章分别就民间融资的定价机制和风险防范机制进行了阐述。对于民间金融的运作而言，这是两个需要解决的最关键问题，也是正规和非正规的民间融资方式存在显著成本—收益差的原因所在。本书的研究表明，民间金融市场的利率与正规市场的利率具有高度的相关性，其潜在政策意义是：加快推进利率市场化改革进程是必要的，放宽中小企业信贷利率的限制，并不会对中小企业的贷款成本产生影响，反而有利于改善中小企业的信贷供给。拓宽中小企业融资渠道比降低中小企业融资成本具有相对重要的现实意义。本书的研究同时证明，民间金融的诸多风险防范手段不仅值得正规金融借鉴，而且值得正规金融直接拿来运用，也就是说，正规金融可以充分利用民间金融的“私人信息”增强对中小企业融资的信息采集能力，可以通过借助

于民间权益性融资的发展，提高中小企业的抗风险能力和还款能力。

第8章，笔者应用在浙江宁波地区跟踪调查三年取得的时间序列数据对民间金融在促进中小企业发展中的作用进行了实际考证。笔者先从中观层面考证了民间金融在推进地区工业化进程中所起到的作用；其次从企业的成长过程中不同融资形式的具体安排来阐明民间金融对促进中小企业发展壮大所起到的作用；最后，从更为微观的层面，即从资金使用者和资金供给者个人的角度，分析了其投融资动机，从而表明了中小企业民间融资具有坚实的理性人和经济人动机基础。

第9章对民间金融的发展趋势进行了纵向和横向的考证。首先对中小企业民间金融发展的各种最新发展形式展开分析，具体包括：业主自有资金投入；发起设立时向特定投资者募集股本融资、内部员工股权融资、向原股东增资扩股、向外部特定投资者募股融资、在特定区域内公开募股；民间个人借贷、企业间直接借贷、企业间“转贷”融资、轮转基金、内部员工集资、社会定向集资、社会非定向公开集资；商业信用、民间票据市场融资；寄售商行融资；等等。其次，通过古今、中外的对比，并考虑关于现代金融体系产生发展的一般规律，本书认为，民间金融是金融制度变迁的初始状态，可以预见，我国中小企业的多种民间融资形式最终会纳入正规金融规制，成为现代化金融体系的组成部分。但是，本书并不主张将现有的民间金融形式都“强制性地”迅速转化为现代金融体系的一部分，在当前信用体系尚未完全建立、企业基本素质还达不到诚信社会要求的情况下，更应保留其现有的机制，而不宜过早地通过立法建制、扩大规模来正规化。应该让民间融资的参与者依靠自身的历练成长起来，并最终培育出公开、透明、成熟的中小企业现代融资体系。

目 录

第1章 导论	1
1.1 研究动机	1
1.2 研究对象的界定及研究思路	6
1.2.1 中小企业民间融资活动的界定	6
1.2.2 中小企业进行民间融资的原因	7
1.3 相关理论依据	10
1.3.1 中小企业融资结构理论：基于融资需求的 分析	10
1.3.2 民间金融理论：基于融资供给的分析	12
1.3.3 现代金融中介理论：基于规模经济的分析	14
1.4 研究方法与创新之处	16
第2章 中小企业的概念框架及其组织经营特征	19
2.1 中小企业的界定	19
2.2 中小企业的组织结构特征	21
2.2.1 企业家起主导作用	21
2.2.2 具有家族性特征	25
2.2.3 受集体主义的传统观念支配	28
2.2.4 具有柔性组织与模糊契约特征	30