

民间资本与中小企业融资对接的 风险诱因与控制机制

Docking Risk Incentive and Control Mechanism Between Private Capital
and Financing of Small and Medium Sized Enterprises

◆ 王筱萍 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

教育部人文社会科学研究规划基金项目“中小企业集群融资与供应链金融对接：运作模式创新、协同收益分配及契约风险控制”(编号：14YJA630062)

浙江省自然科学基金“基于网络情境的中小企业跨界社会责任履行对融资约束影响机理研究”(编号：Y16G020063)

浙江省软科学项目“浙江省民间资本与高新技术创业投资对接的风险分担机制研究”(编号：2014C35044)资助

民间资本与中小企业融资对接的 风险诱因与控制机制

Docking Risk Incentive and Control Mechanism Between Private Capital
and Financing of Small and Medium Sized Enterprises

◆ 王筱萍 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

民间资本与中小企业融资对接的风险诱因与控制机制 /
王筱萍著. —北京: 经济科学出版社, 2016. 2
ISBN 978 - 7 - 5141 - 6603 - 3

I. ①民… II. ①王… III. ①民间投资 - 关系 - 中小
企业 - 企业融资 - 风险机制 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 243

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 030158 号

责任编辑: 段 钢
责任校对: 杨 海
责任印制: 邱 天

民间资本与中小企业融资对接的风险诱因与控制机制

王筱萍 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编辑部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京财经印刷厂印装

710 × 1000 16 开 16.25 印张 230000 字

2016 年 4 月第 1 版 2016 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6603 - 3 定价: 48.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

前 言

中小企业是国民经济的重要组成部分，它们在促进地方经济发展、安置就业方面举足轻重。但融资难一直是困扰其发展的“瓶颈”。虽然一部分优质企业从2004年借助中小企业板块实现了直接融资，但规模有限。受正规金融歧视，中小企业不得不转向数量庞大、容易取得的民间借贷。多年来，民间资本为中小企业提供了“血液”，也支持了中小企业的繁荣发展。但民间借贷是一把“双刃剑”，在解决中小企业资金难题的同时，无序化管理使高利贷盛行，地下钱庄泛滥，中小企业融资成本不断上涨。高息的民间借贷使企业无法生存，非法集资以及携款外逃事件屡屡发生。

民间资本与中小企业融资对接风险具有复杂性、传染性、突发性和演化性。一方面，受逐利动机的驱使，越来越多的民间资本投资理念发生偏差，以钱炒钱，将资金直接投入房地产或者短期性金融投机。而近年来实体经济的成本上升和利润率下降加剧了民间资本投资资产的繁荣，忽视实业的资本积累和投资。投机炒作风潮盛行。另一方面，在中小企业民间融资过程中，企业之间通过信息流、资金流形成了复杂的借贷和担保关系。当有成员企业因受突发事件冲击而违约时，这一冲击将会通过融资网络进行传染，使其他成员

企业遭受威胁或损失，甚至导致融资网络的破裂和失败。这种以传染性为主要特点的风险演化过程极大地增加了中小企业民间融资网络的脆弱性，由于资金链断裂，中小企业经营举步维艰。群体违约扰乱了金融秩序的稳定，同时也动摇了民间投资者对中小企业的信任，纷纷将资金撤出。中小企业雪上加霜，破产倒闭的不在少数，严重影响了中小企业的可持续发展。

同时，科技型中小企业早期技术创新项目的高风险性，使民间资本对其退避三舍，投资积极性不高，严重影响了技术创新项目的顺利开展。要激活民间资本流入科技型中小企业，就必须打通阻碍两者顺利对接的障碍。

因此，缓解中小企业融资困境，引导民间资本顺利流入科技型中小企业的技术创新领域，需要关注民间资本和中小企业对接风险，挖掘风险诱因、解决民间资本投资技术创新项目的风险分担问题等是解决阻碍两者顺利对接问题的关键。只有找到问题的源头，有的放矢地采取措施进行风险控制才能保障两者成功实现对接，有助于实现资源优化配置，从而缓解中小企业融资困境，支持技术创新项目的健康发展，同时也为风险管理机制的创新奠定理论基础。

本书针对上述问题，主要以民间资本富集和中小企业发达的浙江省为研究对象。微观层面，从民间资本“离制造业”投资过度和中小企业负债融资风险传染两方面微观研究了民间资本与中小企业融资对接风险诱因测度问题；宏观层面，考虑不确定经营环境，基于不同经营风险对中小企业融资行为影响经营业绩进行了理论分析与实证检验；利用改进的科技接受模型挖掘影响民间资本与科技型中小企业对接的风险

等因素。在此基础上，构建了中小企业内部风险控制、正式公司治理风险控制机制；创新民间资本与科技型中小企业技术创新项目对接的联合投资、损失补偿、扶持监控等风险分担机制，并从制度环境层面、企业微观层面以及中小企业融资路径重构方面提出了对策建议。主要完成的工作如下：

(1) 民间资本与中小企业融资对接风险诱因测度。①采集浙江省规模以上私营工业企业相关数据，测算其在 2008 年金融危机和 2011 年中小企业民间融资危机期间是否存在过度投资行为；与国有及国有控股工业企业相比，计算其过度投资导致的低投资效率、资本配置效率值；利用不变替代弹性的生产函数模型测度资本和劳动力间存在负的替代弹性，说明在“用工荒”的影响下，私营企业投资进一步向资本、土地拥有者集中；采用 OLS 模型对私营企业投资“离制造业”诱因进行理论分析和回归检验，发现投机高利润资产对实业投资具有“挤出效应”。②基于无标度网络探寻中小企业集群民间融资风险传染路径，在此基础上利用信用组合风险模型测度其风险传染损失主要受两个因素影响：个体成员融资违约风险损失的波动、成员企业合作贷款的相关度。

(2) 不确定经营环境下中小企业融资行为与经营业绩关系测度。①同时采纳 Opler 的截面模型、固定效应模型、一般最小二乘法模型、加入年度虚拟变量的 OLS 模型以及加入年度和行业乘积虚拟变量的 OLS 模型对不确定经营环境下中小企业融资行为影响因素进行实证研究。②基于经营风险的动态变化与融资结构的交互作用，对公司业绩的影响可能存在非线性关系，采用 Hansen 的“门槛面板模型”对不同经营风险区间内，中小企业融资结构与经营业绩之间的

关系进行检验，发现融资结构与经营业绩之间存在显著的负相关关系，而且随着经营风险的增大，负相关程度也在增强。但是当经营风险大于临界值后，经营业绩随融资结构负增长幅度在减缓，且趋于平稳，说明应对危机的措施在起作用。

(3) 影响民间资本与科技型中小企业技术创新项目对接的风险等因素研究。利用改进的科技接受模型，对民间资本富集地区调查数据进行路径分析和干扰因素检验，实验结果显示：①风险偏好等投资态度正向影响民间资本投资技术创新项目的行为意图；②感知的有用性是决定民间资本主体对技术创新项目投资态度和行为意图的关键因素；③民间资本主体感知的技术创新项目复杂度显著负向影响感知的有用性；④外部环境和政策等感知行为控制因素干扰投资态度与投资意图之间的关系。

(4) 民间资本与中小企业融资对接风险控制机制构建。①治理风险传染的企业内部控制机制。防范风险爆发的事前内部控制机制；抑制风险扩散的过程内部控制机制；危机发生后恢复企业民间融资活力的内部控制机制。②正式公司治理机制预防民间资本与中小企业融资对接风险的机理与检验。非正式公司治理机制在非上市公司公司治理中占据主导地位，随着信用风险的发生，以信任为基础的资金借贷与担保链条瞬间断裂，违约行为也随之产生。构建公司治理机制指标，利用中国市场化指数，对民间资本与中小企业融资对接风险诱发因素进行了经验数据测度，结果显示，浙江省上市中小企业并没有因为对外担保而陷入融资危机，究其原因公司治理机制的完善使担保方与被担保方都能诚实守信，

反而降低了取得贷款的交易成本。结果说明建立正式公司治理机制是防范和治理民间资本与中小企业融资对接风险的重要的控制机制。

(5) 风险分担机制降低民间资本与科技型中小企业融资对接风险的机理与检验。从创业投资实际运作的一般过程出发,系统识别民间资本联盟参与技术创新投资的风险分担主体;建立了联合投资、损失补偿和政府扶持与过程控制三种风险分担机制,针对每一种风险分担机制中的风险分担模式构建了博弈数理模型,并进行了数学推导和结果讨论;通过问卷调查数据,对数理模型的推导结论进行了实证检验,说明了理论假设的有效性。

(6) 民间资本与中小企业融资对接的风险治理对策。从政府制度环境层面提供保障、中小企业微观层面加强风险治理、民间资本与科技型中小企业融资对接风险分担主体合理运作三方面提出了相关的对策建议。在此基础上,提出了以市场为导向,以社会资本为基础,以整体信誉为纽带的新型合作融资的关系框架。为中小企业突破融资“瓶颈”和促进技术创新提供了新的思路。

本书由嘉兴学院商学院的王筱萍撰写。教育部人文社会科学研究规划基金(项目编号:14YJA630062)、浙江省科技厅软科学(项目编号:2014C35044)及浙江省自然科学基金(项目编号:LY16G020021)对本书的相关研究工作给予了资助,在此表示最诚挚的谢意!同时也感谢经济科学出版社的大力支持!书中不当和疏漏之处,恳请读者与专家指正。

作者

2015年12月

目 录

第一章 绪论	1
一、选题背景与研究意义	2
(一) 缓解中小企业融资困境：挖掘对接风险 诱因是关键	2
(二) 引导民间资本合理流向：构建风险控制 机制是保障	4
(三) 解决科技型中小企业资金难题：设计风险分担 机制是突破	4
(四) 学术界对民间资本与中小企业融资对接风险诱因 及控制机制还缺乏直接、深入的研究	5
二、研究主要内容	6
三、研究方法	8
(一) 理论研究方法	8
(二) 实证研究方法	8
四、研究范围	9
第二章 民间资本投资与中小企业融资研究综述	11
一、民间资本投资研究综述	12
(一) 民间资本投资渠道管制明显	12

民间资本与中小企业融资对接的风险诱因与控制机制

(二) 民间资本投资严重扭曲	13
二、过度投资研究综述	13
(一) 过度投资的原因	13
(二) 过度投资的治理	15
三、中小企业融资路径依赖理论研究综述	16
(一) 理论依据的矛与盾之争	16
(二) 负债融资的理论依据	16
(三) 股权融资的理论依据	21
四、民间资本与中小企业融资对接研究综述	22
(一) 民间资本与中小企业融资对接机理	22
(二) 民间资本与科技型中小企业融资对接机理与 实践演变	23
五、现有研究述评	30
参考文献	31
第三章 民间资本与中小企业融资对接风险诱因	39
一、民间资本与中小企业融资对接风险表象	40
(一) 中小企业民间融资违约风险导致资金链断裂	40
(二) 民间资本规避高风险难以与科技型中小 企业融资对接	42
二、民间资本与中小企业融资对接风险诱因测度	43
(一) 民间资本“离制造业”投资过度诱因测度	43
(二) 中小企业负债融资风险传染诱因	64
三、不确定经营环境下中小企业融资行为与经营业绩 关系测度	72
(一) 不确定经营环境下中小企业融资行为影响 因素研究	72

(二) 不确定经营情况下中小企业融资行为与经营业绩关系测度	80
四、影响民间资本与科技型中小企业融资对接的风险等因素研究	90
(一) 相关理论基础	91
(二) 理论分析和研究假设	94
(三) 数据来源及效度、信度分析	98
(四) 实证分析	101
参考文献	105
第四章 民间资本与中小企业融资对接的风险控制机制	117
一、内部控制机制防范和抑制民间资本与中小企业融资对接风险机理	118
(一) 浙江省中小企业民间融资风险管理和内部控制制度现状	118
(二) 基于民间融资风险传染的内部控制机制构建	119
二、正式公司治理机制预防中小企业民间融资违约风险的机理与检验	121
(一) 理论分析与研究假设	122
(二) 变量设计与模型构建	125
(三) 样本选取	127
(四) 实证结果及分析	128
参考文献	132
第五章 风险分担机制降低民间资本与科技型中小企业融资对接风险的机理与检验	135
一、民间资本通过创业投资与科技型中小企业对接的风险	

分担主体辨识	136
(一) 民间资本通过创业投资与科技型中小企业对接 实际运作过程	136
(二) 民间资本与科技型中小企业创业投资对接的风险 分担主体辨识	138
(三) 民间资本与科技型中小企业技术创新对接的风险 分担机制	140
二、联合投资的风险分担机制	145
(一) 创业投资机构与民间资本联盟联合投资的 风险分担模式	145
(二) 创业引导基金与民间资本投资科技型中小企业的 风险分担模式	152
(三) 联合投资的风险分担模式研究结论	172
三、损失补偿的风险分担机制	173
(一) 民间资本联盟以风险基金对成员进行损失补偿的 风险分担模式	173
(二) 依托保险进行损失补偿的风险分担模式	180
(三) 损失补偿的风险分担模式研究结论	189
四、政府对民间资本与科技型中小企业政策扶持及过程 监控的风险分担机制	190
(一) 政策扶持促进技术创新的理论分析	190
(二) 不同国家针对技术创新的支持政策分析	191
(三) 政府与民间资本主体、科技型中小企业混合 博弈分析	192
五、民间资本与科技型中小企业融资对接的风险分担 机制实证研究	199
(一) 数据来源与分析方法	200
(二) 联合投资和损失补偿风险分担模型实证检验	201

(三) 政府扶持和监督民间资本与科技型中小企业 融资对接的风险分担机制实证检验	211
六、民间资本与科技型中小企业融资对接风险分担	
研究结论	215
参考文献	216
第六章 民间资本与中小企业融资对接的风险治理对策	223
一、政府制度环境层面保障建议	224
(一) 实现民间借贷“阳光化”抑制高利贷蔓延	224
(二) 信用担保制度化有利于约束中小企业的 违约行为	225
(三) 调控房地产市场理性回归, 将民间资本引向 合理投资渠道	226
二、中小企业微观层面风险治理措施	227
(一) 加快现代公司治理机制建设的步伐, 逐渐取代 非正式公司治理机制	227
(二) 完善中小企业内控制度可以预防违约 风险的发生	228
三、民间资本与科技型中小企业融资对接风险分担主体 合理运作的建议	229
(一) 关于联合投资	229
(二) 关于创业投资机构	230
(三) 关于创业引导基金	230
(四) 关于科技保险	231
(五) 关于政府部门	231
四、科技型中小企业突破融资困境的路径重构	233
(一) 以市场为导向, 引导民间资本与科技型中小企业 融资的顺利对接	233

(二) 以社会资本为基础, 构建新型的科技型中小企业 关系型融资制度	234
(三) 以整体信誉为纽带, 实现中小企业合作融资的 多方共赢	235
(四) 关于“官产民创”合作模式与机制创新	237
参考文献	238
第七章 结论与展望	239
译名对照表	242

民间资本与中小企业
融资对接的风险诱因
与控制机制

Chapter 1

第一章 绪 论

民间资本，主要指居民个人储蓄和私营企业的资金。改革开放30多年，市场经济的繁荣发展使社会财富增加、民间资本集聚。但民间资本较多投资渠道没有得到政策认可。与此同时，中小企业发展缺少正规金融机构的资金供给。于是，民间资本与中小企业融资自发对接。但两者在对接中信用风险不断涌现，对接危机频频爆发，严重影响了民间资本支持中小企业发展的信心。

一、选题背景与研究意义

(一) 缓解中小企业融资困境：挖掘对接风险诱因是关键

融资难一直是困扰中小企业发展的主要因素。虽然2004年中小企业板块解决了一部分优质企业直接融资问题，虽然中小企业仍然是国民经济发展的主体力量之一，但正规金融歧视依然存在，民间借贷因此成为中小企业的救命稻草，以浙江省为例，根据中国人民银行杭州中心支行的监测数据，浙江省非正规金融部门融资总量为8801.5亿元，绝对数额保持较高水平^①。

但民间借贷是把“双刃剑”，在缓解中小企业融资困境的同时，高利贷蔓延，利率非法疯涨，融资成本居高不下。此外，由于民间借贷多发生在具有熟悉关系的个人和企业、企业和企业之间，在传统“面子”的影响下，往往手续草率，一旦发生信用危机，债权人往往承担无法收回资金的道德风险。高息的民间借贷使企业无法生存，非法集资以及携款外逃事件屡屡发生。2011年，浙江省中小企业爆发资金链断裂危机，众多企业主纷纷“跑路”。央行随即收缩银根，中小企业雪上加霜。之后，内蒙古鄂尔多斯、山东青岛、河南安阳、江

^① 王筱萍，张晓红. 中小企业集群民间融资风险传染性 [J]. 嘉兴学院学报，2012 (4).

苏泗阳、广东东莞、福建厦门和安溪、宁夏固原等地相继曝出中小企业老板“跑路”事件。中小企业的资金链迅速断裂，使许多普通老百姓血本无归，也波及部分国有企业和正规金融机构。涉及的主体多、资金链条长，造成的社会影响面大，风险的传染效应异常显著。2012年7月，浙江杭州地区因“互保联保”面临资金链断裂的600多家中小企业，联名上书向省政府紧急求助。根据IFIND数据统计显示，截至2011年，以浙江、江苏、上海为核心的“金三角”地带的中小企业，担保数额最为庞大，其2011年合计担保总额分别高达91.71亿元、67.86亿元、67.48亿元，三地合计担保占比约为31.72%，将近占全国担保总量的三成。紧随其后的则是传统担保大省——山东、新疆、河南，分别达38.26亿元、31.37亿元、16.48亿元^①。这意味着，一旦担保圈内的某家企业发生资金危机，将会危及担保链所有企业的贷款，从而使企业联保、隐性互保的风险被点燃并迅速蔓延。由于资金链断裂导致的群体违约行为，通过间接传递的渠道会在某种程度上对金融体系的稳定造成影响，另外，债权人的不信任和恐慌也会促使民间资金在相关地区撤出，从而加剧中小企业民间融资的困境，最终对中小企业的可持续发展造成深远的影响。

民间资本与中小企业融资对接风险具有复杂性、传染性、突发性和演化性。在中小企业民间融资过程中，企业之间通过信息流、资金流形成了复杂的借贷和担保关系。当有成员企业因受突发事件冲击而违约时，这一冲击将会通过融资网络进行传染，使其他成员企业遭受威胁或损失，甚至导致融资网络的破裂和失败。这种以传染性为主要特点的风险演化过程会极大增加中小企业民间融资网络的脆弱性，加剧中小企业民间融资的困难。

因此，缓解中小企业融资困境，需要关注民间资本和中小企业对接风险，挖掘风险诱因是解决阻碍两者顺利对接的关键，只有找到问

^① 徐亦姗，赵世隆．赶超2008年263家上市公司对外担保716亿[EB/OL]．<http://www.cnstock.com/index/gdbb/201207/2158540.htm>．2012-07-23.