

南开大学“211工程”资助

# 中小民营企业 融资策略与金融创新



南开大学

国际经济研究系列丛书

王俊寿 著



中国商务出版社  
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

ZHONGXIAO  
MINYING QIYE  
RONGZI CELUE  
YU  
JINRONG CHUANGXIN

南开大学“211 工程”资助

南开大学国际经济研究系列丛书

# 中小民营企业融资 策略与金融创新

王俊寿 著

中国商务出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

中小民营企业融资策略与金融创新/王俊寿著. —北京: 中国商务出版社, 2005. 4

(南开大学国际经济研究系列丛书)

ISBN 7-80181-346-4

I. 中... II. 王... III. ①中小企业: 民营企业—融资—研究②中小企业: 民营企业—金融创新—研究

IV. F276.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 030364 号

---

南开大学“211 工程”资助  
南开大学国际经济研究系列丛书  
**中小民营企业融资策略与金融创新**

王俊寿 著

中国商务出版社出版

(北京市安定门外大街东后巷 28 号)

邮政编码: 100710

电话: 010—64269744 (编辑室)

010—64220120 (发行二部)

网址: [www.cctpress.com](http://www.cctpress.com)

Email: [cctpress@cctpress.com](mailto:cctpress@cctpress.com)

新华书店北京发行所发行

北京密兴印刷厂印刷

850×1168 毫米 32 开本

9.125 印张 237 千字

2005 年 7 月 第 1 版

2005 年 7 月 第 1 次印刷

印数: 1000 册

ISBN 7-80181-346-4

F·766

定价: 20.00 元

---

版权专有 侵权必究

举报电话: (010) 64212247

# 序

中小企业作为各国国民经济的重要支柱，在促进该国产业结构升级、经济结构优化、创造就业机会等方面发挥了巨大的作用。在我国，中小企业占到企业组织总数的 98%，产值占 GDP 的 65% 以上，促进就业方面的贡献率达到 75%。一批优秀的大型集团公司无不都是从中小企业发展起来的。中小企业的生存价值及对社会的贡献率随着市场经济向纵深推进及全球经济一体化进程的加快，已越来越受到世界各国的重视。因为，从理论上讲，降低信息成本的发明和保护市场交易能够安全有效的产权安排，都会提高商品和劳务的交易效率，使得中间产品的交易效率提高比劳动力的交易效率更快，从而使企业平均规模不可避免地出现下降趋势，并赋予中小企业独立存在的价值。根据相关的经济学原理，只要企业间交易费用小于市场交易费用，企业规模就会呈小型化、专业化的特征。但是，一个不容忽视的问题是，各国普遍存在的中小企业融资约束问题仍未从根本上予以解决，尤其是对我们这样一个发展中国家，中小企业贷款难问题显得更为突出。

因为，与国外相比，中国的中小企业在融资方面面临的困难还要大得多。既有体制方面的原因，如我国风险投资和资本市场尚不发达，直接融资体系还不健全，中小企业权益性融资占比很小；又有制度方面的因素，由于信息不对称和规模所有制的歧视，商业银行对中小企业又存在严重的信贷配给，所以，中小企业融资约束在我国非常突出。中国的金融体系正在由过

去的计划型向市场型转轨，政府也在努力打造适应市场经济发展需要的以资本市场为主体的直接融资平台和以商业银行为主角的间接融资载体。应该讲，企业未来融资会呈现多样化、多渠道的态势，这是有利于金融资源在全社会的有效配置。但是，就目前来看，中小企业若想实现由金融体系和机构再造所带来的融资便利，尚需要一段时间。一方面，它不具备在资本市场进行直接融资的条件；另一方面，随着国家对非正规金融的治理整顿，它们原来赖以融资的渠道逐步变窄，许多中小企业开始寻求正规的融资来源。所以，到商业银行申请信贷支持就成为它们获得外源融资的主要途径。可是，在商业银行日益注重资产质量、风险控制和客户细分的今天，与大企业相比，几乎无任何优势可言的中小企业很难从商业银行顺畅地申请到贷款。这无形中又加重了中小企业贷款难的问题。既然，中小企业在经济发展中的重要作用已经越来越被学术界和实际部门所认识，那么，中小企业在发展过程中普遍存在的问题——融资困难，也日益被政府和理论、实业界所关注，各国为此也开展了许多卓越有成效的探索和实践。

王俊寿同志常年在实际部门工作，又具有比较高的理论功底，他所写的这本书选题非常好，既有理论分析，又有实践论证，适合学术研究、政府参考和社会借鉴。总结起来，本书主要有以下三大特点：

一、富有新意。鉴于国内外还没有完整的关于中小企业银行融资方面的系统理论和操作体系，作者在总结借鉴有关企业经典融资理论的基础上，提出适合于中小企业的理论思想，并大胆地将其他边缘学科的精髓引进到分析中小企业融资的体系当中，从而从多角度、全方位的视角，研究解决困扰中小企业顺畅融资的具体方案。具体体现在：一是将融资理论与企业生命周期理论一并分析，得出中小企业的最佳融资顺序，在整个生命周期中，中小企业始终存在对商业银行贷款融资的“路径依赖”。二是从委托—代理理论角度出发，将储户—银行—中小

企业纳入三角形契约关系之中予以分析,得出它们之间是一种不完全契约,而商业银行对中小企业存在所有者歧视和信贷配给,从而得出中小企业融资约束的症结。三是从博弈论角度认为,商业银行与中小企业由于存在信息不对称,因此,它们之间是一种不完全信息下的不完美动态博弈。四是运用集群效应理论,提出成立“中小企业创业园”等类似企业组织方式,可以最大限度地实现中小企业之间的产业组合与融资互助,从而从中小企业自身方面提升整体竞争力与信用水平,为其融资提供条件。五是借用生物共生理论观点,结合信息对称程度和交易成本大小,提出构建我国银企关系新模式,即“大银行—大企业”、“小银行—中小企业”的共生对应模式,是实现金融资源最优化配置的制度安排,也是破解融资约束的突破口。

二、方法多元。作者在写作过程中,运用了大量的数理方法和实证工具,非常具有说服力。运用的工具及方法主要有:第一,运用模糊综合评价法对中小企业融资效率进行计量分析,得出外源融资优于内源融资,且债务(银行贷款)融资又优于股权融资的一般性结论;第二,运用缺口模型分析造成中小企业金融约束的成因,运用S-W模型分析中小企业的信贷配给问题;第三,运用多边合约理论模型求得信贷市场一般均衡模型,为解决中小企业的银行贷款难提供基本分析框架;第四,运用因子分析法、因素分析法、线性回归法和资本结构法对中小企业最佳融资数量进行计量;第五,运用6C法、MDA、Logit模型等对中小企业信用等级进行评估,为商业银行测量中小企业的风险度提供技术支持;并运用期权方法,LGD&PD以及Credit Rationings等方法帮助商业银行对不同类型的中小企业进行贷款定价,等等。

三、可操作性强。本书虽然具有很高的理论水平,但也具有很强的可操作性,尤其是作者收集了大量的一手素材,并运用计量工具进行实证分析,对政策制定、企业模拟和具体操作都具有重要意义。相信会对解决困扰全球的中小企业融资难问

题提供非常有价值的参考。

刘金平

南开大学国际经济研究所所长 博士生导师

2005 年春于南开园

# 前 言

---

20 世纪末以来，随着全球经济一体化步伐的加快，社会分工变得越来越细，规模化生产也逐渐被专业化所代替，富于灵活性和创造性的中小企业获得了更加广阔的生存和发展空间。中小企业在推动科技进步，创造就业机会，改善产业结构，增加对外贸易等方面为各国经济建设做出了巨大贡献，它对经济发展具有典型的收益外在性的公共物品特征。而且，中小企业作为一支庞大的特殊企业群体，已占全球企业总数的 98%，吸收了 75% 以上的就业人数，创造的 GDP 占各国 GDP 总量的 50% 以上，产品出口也占各国出口总量的一半左右，同时更是各国进行科技创新和产业化的试验基地和主要载体<sup>①</sup>。因此，从社会发展和宏观方面来讲，它是一个强势企业群体，是各国国民经济的重要组成部分。但是，从个体和微观角度来看，中小企业在自身发展过程中却又面临诸如资金、技术、人才、市场等诸多问题，尤其以融资难最为突出和普遍，这又大大制约了中小企业的快速发展。从这个意义讲，它又是一个特殊的弱势群体。好在这种“强位弱势”的不对等状态已经引起世界各国的高度关注。无论是发达国家，还是发展中国家，都把解决融资瓶颈问题作为真正扶植中小企业发展的首要工作，并且在政策倾斜、制度创新、税收优惠和融资便利等许多方面都进行了卓有成效的探索，也取得了不同程度的效果。就我国而言，随着社会主义市场经济建设向纵深推进，非公有制经济的发展得

---

<sup>①</sup> 摘自《中国经济时报》2003 年合订本。

到了前所未有的重视和支持,作为其重要组织形式的中小企业,迎来了难得的历史机遇,尤其是十六大及十六届三中全会更是将大力发展非公有制经济摆到重要议事日程上来,这显示了中央政府对中小企业在我国社会经济发展中地位的充分肯定。然而,与世界各国一样,我国中小企业在发展中同样面临许多问题,其中又以融资难最为棘手。虽然政府采取了一系列鼓励和扶植的政策和措施,但效果并不显著。所以,中小企业融资一直是国内外许多专家学者和政府部门努力研究并着力解决的热门课题。正是基于对中小企业的研究兴趣和对破解融资困局的信心,并结合自身的理论基础和实践经历,以期通过我的认真研究和大胆创新,提出有效解决中小企业融资瓶颈的构想和方法,希望能对包括中国在内的世界各国在解决中小企业融资不畅方面有所启发和帮助。

## 一、选题背景

### (一) 中小企业的重要性

不论在发达国家还是在发展中国家,中小企业都是国民经济的重要支柱。因为中小企业在促进科技进步、丰富产业组群、提高资源配置效率、催生社会化专业分工、增加就业和扩大出口等方面,发挥着不可忽视且不可替代的作用。对于一个社会而言,中小企业不仅为人们提供了广阔的就业机会,而且也为人们发挥创业精神、实现创业梦想,提供了具有无限想象力的舞台。成功的企业家,无一不是从一家名不见经传的小企业的小业主开始的。而高科技的民营性质的中小企业更是在促进产业升级、优化经济结构、培育跨国公司等方面具有非常大的潜质。著名的超级跨国公司,诸如福特、丰田、索尼、微软之类,都是从作坊式的小企业为起点,而逐步发展壮大。可见,中小企业是大企业成长中不可逾越的阶段,更是孕育成功企业家的摇篮和推动技术创新的主要载体。

同时，由于科学技术的发展和社会的进步，中小企业在社会生活中的作用和地位已经发生了重大变化。在工业经济时代，由于交易费用和信息成本甚高，存在着资产的专用性，大公司成为整个经济的主宰。在这个时代里，中小企业存在之价值，是在居民生活领域中拾遗补缺，是在零部件和配件的生产和加工的层面上，为大公司提供服务。在正在到来的新经济时代，情况已发生重大变化。在信息技术突飞猛进的基础上，中小企业日益显示出其独立的品格，并与大公司在一起，构成经济发展的两大支柱。中小企业的生存价值及对社会的贡献率也随着市场经济向纵深推进及全球经济一体化进程的加快，而越来越受到世界各国的重视。因为那些降低信息成本的发明，那些保护市场交易能够更安全有效进行的产权安排，那些降低商品流转费用的建设等举措，都会提高商品和劳务的交易效率，使得中间产品的交易效率提高得比劳动力的交易效率更快，从而使企业平均规模不可避免地出现下降趋势，并赋予中小企业独立存在的价值。著名经济学家科斯就曾经指出，只要企业间交易费用小于市场交易费用，企业规模就会呈小型化、专业化的特征。

既然，中小企业在经济发展中的重要作用已经越来越被学术界和实际部门所认识，那么，中小企业在发展过程中普遍存在的问题——融资困难，也日益被政府和理论界、实业界所关注，各国为此也开展了许多卓有成效的探索和实践。

## （二）世界性的难题

中小企业遇到的融资难问题是带有全球性和普遍性的，无论是欧美等发达国家，还一大批发展中国家，都把解决中小企业融资和发展当作一项重要工作来抓，如许多国家都成立了中小企业管理局，设立专门服务中小企业的金融机构，条件成熟的国家还为中小企业直接融资提供便利。但是，各国中小企业仍把融资难视为其发展中最主要的瓶颈之一。因为，毕竟一些共性的难题每个国家都会遇到，且不是一朝一夕能够完全解决的。中小企业在其不同生命周期所面临的融资困境具有相当

的普遍性。所以,各国政府为缓解中小企业的融资难问题都主动地采取了许多积极的制度创新和产品创新,对如何有效地防范和化解中小企业在融资当中可能存在和面临的风险,也采取了许多卓有成效的具体措施。如“市场导向型”的英美在对中小企业直接融资,“银行导向型”的日德在改进中小企业间接融资等方面都推出了一系列的鼓励政策和法规,旨在彻底解决困扰中小企业的发展瓶颈问题。例如,美国中小企业的直接与间接融资比例基本持平,一方面,政府鼓励风险投资和发行债券;另一方面,成立专门的中小金融机构和担保公司为中小企业融资提供便利。英国在对中小企业扶植方面,提供包括透支、租赁和商业信用等一系列的金融优惠政策。在日本,以商业银行为主的间接融资更是主渠道,政府通过提高信用担保额度、放宽担保要求和实行特别贷款制度等措施来加大对中小企业的支持力度。而德国政府更是成立了合作银行对中小企业提供创业投资和低息的长期贷款。另外,在我国台湾,有专门的中小企业经济部和中小企业银行,并规定对中小企业贷款不得低于贷款余额的70%。以上所有这些举措都会对我国解决类似问题提供一定的参考和借鉴。

### (三) 中国的现实状况

与国外相比,中国的中小企业在融资方面面临的困难显然要大得多。一方面,由于我国风险投资和资本市场尚不发达,直接融资体系还不健全,中小企业权益性融资占比很小;另一方面,由于信息不对称和规模所有制的歧视,商业银行对中小企业又存在严格的信贷配给,所以,中小企业融资约束在我国非常突出。据统计<sup>①</sup>,八成企业将融资难视为其发展中的第一瓶颈,七成企业无法顺畅地申请到银行贷款,六成企业认为不能足额获得信贷支持。可见,中小企业的融资约束在我国的严重程度。究其原因,中国的中小企业不仅在微观方面面临着诸如融

<sup>①</sup> 商务部:《中小企业网》,2004年2月。

资缺口、经营单一、管理滞后、抗风险能力差和信用水平不高等先天不足，而且在宏观发展方面，还面临着所有制歧视、社会信用环境不佳以及公司治理体系不完善等影响更为深重的问题。

中国的金融体系正在由过去的计划型向市场型转轨，政府也在努力打造适应市场经济发展需要的以资本市场为主体的直接融资平台和以商业银行为主角的间接融资载体。应该讲，企业未来融资会呈现多样化、多渠道的态势，这是有利于金融资源在全社会的有效配置。但是，就目前来看，中小企业若想实现由金融体系和机构再造所带来的融资便利，尚需要一段时间。一方面，它不具备在资本市场进行直接融资的条件。我国的资本市场还很不发达，IPO 门槛还很高，绝大部分中小民营企业是很难符合发行上市条件，即使通过借壳或并购方式进入资本市场，付出的成本代价也是非常高的；另一方面，随着国家对非正规金融的治理整顿，它们原来赖以融资的渠道逐步变窄，从地下操作走向阳光交易后，许多中小企业开始寻求正规的融资来源。所以，到商业银行申请信贷支持就成为它们获得外源融资的主要途径，可是，在商业银行日益注重资产质量、风险控制和客户细分的今天，与大企业相比，几乎无任何优势可言的中小企业是很难从商业银行顺畅地申请到贷款。这无形中又加重了中小企业贷款难的问题。因此，国家有关部门采取多种措施来鼓励对中小企业的信贷支持，如在 2003 年，全国人大通过了《中小企业促进法》，2005 年 3 月，国务院下发了《关于鼓励和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》更是提出要加大信贷支持力度，健全信用担保体系等一系列金融服务举措。央行发布“指导意见”来敦促商业银行更积极地向中小企业提供贷款，各地相应成立中小企业担保公司，试图为中小企业融资提供信用增级等一系列举措。但是，已经走上市场化道路的商业银行在向企业提供贷款时，已经越来越多地关心贷款的安全，就连新近修改的《商业银行法》也将原“效益第一”改为“安全第一”。鉴于中小企业自身的许多先天不足，还可能更多地

受到商业银行的信贷歧视。可见，借贷双方之间的若干障碍如不能有效消除，是很难实现金融资源在它们之间的合理配置。

## 二、研究思路

既然中小企业融资难在我国具有普遍性和代表性，而且国外就解决这一“囚徒困境”式的典型难题也一直是热点，因此，我在广泛阅览国外相关文献及实证案例的基础上，吸收先进理论与做法，试图探讨我国有效解决融资困难的途径与方法。具体思路遵循以下几条原则：一是理论联系实际，切实提出解决实际问题的理论依据；二是借鉴国外先进经验，启发国内具体做法；三是数量分析与案例研究相结合，运用各种分析方法和计量技术，提出解决中小企业融资问题的创新理论和方案；四是坚持“先理论，后实践；先模型，后检验；先抽象，后具体”的整体构思，做到既有理论创新，又有实际价值。具体来讲，首先介绍中小企业概念及各种融资理论的主要观点，并将国外的有关中小企业的融资理论予以综述，以为下一步分析借鉴进行铺垫；然后就是分析造成中小企业金融约束的真正原因，运用生命周期理论、缺口理论、博弈理论等进行阐述，并有针对性地解析造成我国中小企业金融抑制的症结，得出信息不完备和不对称是造成信贷配给的主要原因；紧接着运用契约理论来分析银企之间的一般均衡，以构筑多边合约优化控制下的银企关系，减少信贷市场弱效和资源配置浪费，对信贷配给模型进行修正后，得到适合中小企业的最佳融资结构；最后，从体系和技术创新两大方面，对解决中小企业融资困境问题进行整体的改造，这是本书主要创新部分，包括企业集群理论、银企共生理论、比较优势理论等在融资体系创新方面的运用；因子分析、模糊数学分析、回归分析、MDA、Z-score、AHP等计量模型在度量中小企业融资能力、融资数量、融资风险等技术性分析方面的大胆尝试，并得出明确的、可操作性的解决方案，期

间运用大量的案例予以辅证；最后，在广泛调研的基础上，我对中国中小企业的融资现状特点及未来发展进行了总结和归纳，力争使本书的一些研究成果能为解决困扰中小企业发展的融资难问题提供可参考的建设性的东西。运用的工具及方法主要体现在以下十个方面：（1）运用模糊综合评价法对中小企业融资效率进行计量分析，得出外源融资优于内源融资，且债务（银行贷款）融资又优于股权融资的一般性结论；（2）运用缺口模型分析造成中小企业金融约束的成因，运用 S - W 模型分析中小企业的信贷配给问题；（3）运用多边合约理论模型求得信贷市场一般均衡模型，为解决中小企业的银行贷款难提供基本分析框架；（4）在度量中小企业最佳融资结构及顺序方面，运用了 Leland 的资本结构动态优化模型，EBIT - EPS 分析法等技术，得出相应的结论；（5）运用因子分析法（Factor Analysis）对中小企业的融资能力进行测定；（6）运用因素分析法、线性回归法（Liner Regression）和资本结构法（Capital Structure）对中小企业最佳融资数量进行计量；（7）运用 6C 法、MDA、Logit 模型等对中小企业信用等级进行评估，为商业银行测量中小企业的风险度提供技术支持；（8）运用期权方法，LGD&PD 以及 Credit Rationings 等方法帮助商业银行对不同类型的中小企业进行贷款定价，又引申到利率市场化问题；（9）提出对商业银行现有的管理模式和业务流程进行再造的建议，以客户为中心，进行制度创新和产品创新，结合中小企业特点，量身定做符合其特点的金融业务与工具；（10）在商业银行组织体系创新与社会支撑服务体系构筑方面，提出加快中小民营银行的设立以及中小企业集群式创业园的建设，通过互助合作担保基金来解决到商业银行申请贷款的瓶颈问题，而内生化的中小企业与中小银行存在天然的共生性与互助性。

### 三、主要观点

鉴于国内外还没有完整的关于中小企业银行融资方面的系

统理论和操作体系，笔者在总结借鉴有关企业经典融资理论的基础上，提出适合于中小企业的理论思想，并大胆地将其他边缘学科的精髓引进到分析中小企业融资的体系当中，从而从多角度、全方位的视角，研究解决困扰中小企业顺畅融资的具体方案。具体体现在：

1. 将融资理论与企业生命周期理论一并分析，得出中小企业的最佳融资顺序：初创期，以内源融资为主；成长期和成熟期，以外源主动性银行融资为主；成熟期到衰退期之前，以内源权益性融资为主，此时，银行融资考虑退出；进入衰退期，则以外源被动性债务融资为主。如果能“二次创业”，则可以开始新一轮的主动性融资。但在整个生命周期中，中小企业始终存在对商业银行贷款融资的“路径依赖”。

2. 从委托—代理理论角度出发，将储户—银行—中小企业纳入三角形契约关系之中予以分析，得出它们之间是一种不完全契约，而商业银行对中小企业存在所有者歧视和信贷配给，从而得出中小企业融资约束的症结。

3. 从博弈论角度认为，商业银行与中小企业由于存在信息不对称，因此，它们之间是一种不完全信息下的不完美动态博弈。所以解决中小企业银行融资不畅的问题，必须从减少信息不对称方面入手，降低信息收集成本与加工成本，实现银企之间的信息充分与对称。

4. 运用集群效应理论，提出成立“中小企业创业园”等类似企业组织方式，可以最大限度地实现中小企业之间的产业组合与融资互助，从而从中小企业自身方面提升整体竞争力与信用水平，为其融资提供条件。

5. 借用生物共生理论观点，结合信息对称程度和交易成本大小，提出构建我国银企关系新模式，即“大银行—大企业”、“小银行—中小企业”的共生对应模式，是实现金融资源最优化配置的制度安排，也是破解融资约束的突破口。

6. 商业银行“量体定做”适合中小企业融资的一系列金融

产品，如无形资产质押、国内保理、买方付息票据贴现和按揭式租赁等。

王俊寿

2005 年 1 月 18 日

# 目 录

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| 第一章 中小企业的概念及本书特指 .....                | 1   |
| 第二章 中小企业融资约束的理论综述 .....               | 5   |
| 第一节 企业融资理论的文献简介 .....                 | 5   |
| 第二节 西方融资结构理论评价与借鉴 .....               | 22  |
| 第三节 中小企业融资效率的数理计量与检验 .....            | 32  |
| 第三章 中小企业融资约束的成因分析 .....               | 42  |
| 第一节 中小企业禀赋与融资特性 .....                 | 42  |
| 第二节 中小企业财务周期与融资偏好 .....               | 51  |
| 第三节 中小企业金融约束——缺口模型 .....              | 60  |
| 第四节 中小企业金融约束的量化描述——信贷<br>配给模型 .....   | 70  |
| 第五节 中小企业信贷配给影响因素的计量方法 .....           | 78  |
| 第六节 我国中小企业融资约束的表现及成因 .....            | 84  |
| 第四章 银企关系的一般均衡与中小企业最佳融资<br>结构的确定 ..... | 93  |
| 第一节 储户、银行与企业多边合约的优化<br>及一般均衡分析 .....  | 93  |
| 第二节 不完全信息条件下银企关系及其均衡分析 .....          | 103 |
| 第三节 中小企业规模内生生化下的信贷配给模型修正 .....        | 113 |