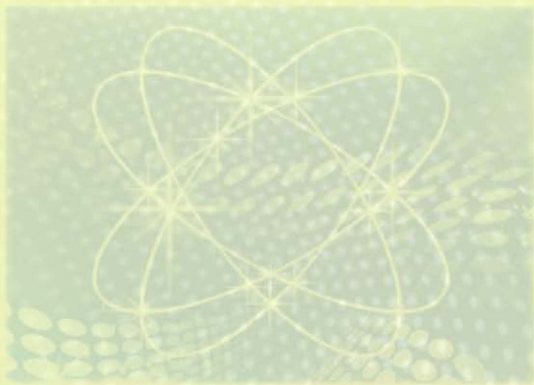


现代资本结构理论视角下的 中小企业融资创新研究

Research on the financing innovation of small and medium
enterprise based on the theory of the modern capital structure

石蕾 著



北京艺术与科学电子出版社

现代资本结构理论视角下的 中小企业融资创新研究

Research on the financing innovation of small and medium
enterprise based on the theory of the modern capital structure

石蕾 著

北京艺术与科学电子出版社

作品名称: 现代资本结构理论视角下的中小企业融资创新研究

著 者: 石 蕾

责任编辑: 孙丽娜

盘面设计: 石 蕾

光盘制作: 北京灵感时代科技有限公司

出版发行: 北京艺术与科学电子出版社

地 址: 北京市大兴区兴华北路 25 号

邮 编: 102600

联系电话: 010-61265727

字 数: 74 千字

版 次: 2013 年 1 月第 1 版

定 价: 26.00 元

摘 要

无论发达国家还是发展中国家,中小企业都是经济发展和社会稳定的重要支柱。美国政府把中小企业称作是“美国经济的脊梁”;韩国政府提出的口号是“中小企业——经济增长的发动机”;日本更认为“没有中小企业的发展就没有日本的繁荣”;德国则把中小企业称为国家的“重要经济支柱”。但是,由于中小企业自身规模较小、抗风险能力较低、核心业务稳定性较差等,中小企业发展面临诸多困难,其中主要的就是中小企业的融资问题。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。这几年来,尽管国家采取了很多措施,我国有关部门很早就提出要求国家的金融机构积极提供中小型企业融资的资金,企业债券的发行主体也有所放宽,对项目的限制也有所松动,但是融资难仍然是阻碍我国中小企业发展的重要因素。对大多数中小型企业来说,在一定时期内还不能在金融机构得到足够的融资资金。

目前,对中小企业融资的研究大多数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到资本结构、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,现代资本结构理论先后有权衡理论、新优序融资理论、代理成本、信息传递理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。本文结合我国中小企业融资的现状和我国转轨时期特有的制度环境,具体分析了中小企业融资难的基本成因和深层次原因;运用现代资本结构理论和自发秩序原理探讨了中小企业的融资结构和融资期限,提出在非对称信息条件下企业只能获得次优融资结构,非对称信息条件下中小企业融资应以债务型融资和关系型融资为主,并通过建立简化的两期融资模型,证明了两期模型在减少信息不对称方面的作用。融资期限应以短期融资为主,短期融资可向外传递自身是优质企业的信息,融资创新可率先在短期债务融资中突破,中小企业进行融资创新方式可得到帕累托改进。

金融缺口是中小企业融资难的一个主要原因,而中小企业不了解各种融资方式而产生的知识缺口又是导致金融缺口的主要原因,因此研究各种融资创新方式,帮助中小企业减少知识缺口也是解决中小企业融资难的一条途径。本文证明短期债务融资更适于中小企业融资,因此重点分析几种短期债务融资的创新方式。

应收帐款和存货融资是抵押担保型融资的两种主要方式。在国外应收账款融资是非常普遍的对中小企业提供流动资金的贷

款方式,引入应收账款融资作为中小企业提高资产流动性的一种融资创新方式有着非常现实的意义;存货是流动资产,在物权上属质权范畴,如果在融资担保方式上进行创新突破,让企业动产物权也可质押融资,可以有效解决一直困扰商贸、物流领域的中小企业融资难问题。但我国应收账款融资、存货融资都还没有统一的业务流程和规范合同条款,不利于银行的风险控制,因此需要对他们的运营模式、信用评价体系、信用恶化预警系统的研究,提出符合中小企业的新的战略合作模式。另外中小企业在融资过程中通常要处理好两个问题,一是要遵循所谓财务管理中的“黄金法则”,即资产和负债相配比;二是要能有效地传递甄别信号,应能向外部投资者传递有效信息使外部投资者能将其与高风险企业区别开来,从而降低筹资成本。这两方面在一定程度上存在着两难冲突,本文证明流动资产的抵押担保可作为不同类型借款人的甄别工具,较好地解决中小企业融资过程中“黄金法则”与甄别信号之间的两难冲突。

商品融资是一种将商品市场、货币市场、债券市场、外汇市场中的各种基本要素重新组合的一种结构化融资创新。商品融资的特点是风险分担,融资交易双方共同分担风险和收益。隐含的看涨期权使中小企业能以较低的成本融资,同时一部分商品价格波动的风险也转移给贷款方,并且销售和贷款偿还基本上是一个业务环节,免去了中小企业的套期保值成本。而贷款方在获得未来潜在收益的同时,只需观察商品价格的变动情况即可了解中小企业的经营情况。商品融资作为一种新型业务实现了三方共赢,但操作与监管不当可能会引发各种潜在风险。本文论述了商品融资的各种潜在风险和应采取的措施,并通过论证这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。最后建立了基于多维期权的商品融资定价模型。

资产证券化是中小企业可以运用的融资方式之一。在西方国家最初运用资产证券化就是提高资产的流动性,这是资产证券化最基本的功能。目前,鉴于中小企业的业务特点,其可用于证券化的资产限于机器设备、应收账款、专利技术和产品。从这些资产的性质上看,它们能够用于抵押、产生可预见的现金流等特征。资产证券化的交易过程是一条较长的迂回交易链条,有赖于效率很高的专业化分工协调和金融深化。本文通过分析中小企业资产证券化的优点、动因、过程和必要条件,提出了适合中小企业融资的证券化模式,并且指出由于我国中小企业资产和规模所限,以单个企业作为资产证券化融资的唯一发起人不能满足规模的要求,因此,把中小企业资产证券化中的 SPV 设立成主信托机构,实行双层结构的循环交易模式,将同属一个行业,质量相似的合格的企业资产组合起来形成规模较大的资产池,进行证券化融资,有着更强的可操作性和更好的实用性。

理论的实用性要依据条件的再现程度,没有经过实践检验的理论和方法是不可靠的。本研究根据天津华苑产业园区的 120 家中小企业的实践反馈,对理论研究的结果进行检验,最后得出天津的中小企业在融资方式的选择上,表现出较为明显的“强制优序融资”现象,这与有关中小企业融资结构的理论是相符的。在融资期限的选择上,中小企业一般还是遵循财务管理上的“黄金法则”,即:债务期限与资产期限相匹配。

目 录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	2
1.3 研究内容	3
1.4 研究方法	4
第二章 我国中小企业融资现状分析	7
2.1 中小企业的界定	7
2.2 我国中小企业在国民经济中的重要作用	10
2.3 融资的概念	13
2.4 中小企业融资现状	13
2.5 中小企业融资难的成因	15
第三章 基于现代资本结构理论的中小企业融资结构分析 ...	19
3.1 资本结构理论综述	19
3.2 中小企业融资结构的选择	32
3.3 融资创新机制分析	41
3.4 中小企业融资与民间金融	44
第四章 抵押担保融资创新方式研究	49
4.1 存货和应收账款融资在我国的发展和意义	49

4.2 当前我国存货融资和应收账款的模式选择	51
4.3 我国存货融资的环境和应收账款融资的风险分析 ...	53
4.4 抵押担保融资创新对中小企业的适用性	63
第五章 风险分担融资创新方式研究	67
5.1 商品融资的定义和发展现状	67
5.2 商品融资的优势和作用	68
5.3 商品融资潜在风险和对策	69
5.4 风险分担融资对中小企业的适用性	71
5.5 商品融资期权定价模型的推导	73
第六章 中小企业资产证券化研究	75
6.1 中小企业资产证券化理论概述	75
6.2 中小企业资产证券化的优点	78
6.3 中小企业资产证券化动因分析	79
6.4 中小企业资产证券化的可行模式	83
第七章 中小企业融资方式实证研究	89
7.1 样本来源与统计描述	90
7.2 回归模型	91
7.3 回归结果分析	92
参考文献	97

第一章 绪论

1.1 研究背景

无论发达国家还是发展中国家,中小企业都是经济发展和社会稳定的重要支柱。美国政府把中小企业称作是“美国经济的脊梁”;韩国政府提出的口号是“中小企业——经济增长的发动机”;日本更认为“没有中小企业的发展就没有日本的繁荣”;德国则把中小企业称为国家的“重要经济支柱”。我国到 2010 年底,全国工商登记企业 1030 万户(不含 3130 万个体工商户),按现行中小企业划分标准测算,中小企业达 1023.1 万户,超过企业总户数的 99%。目前,中小企业创造的最终产品和服务价值相当于国内生产总值的 60%左右,缴税额为国家税收总额的 50%左右,提供了近 80%的城镇就业岗位。由此可见,中小企业在国民经济中发挥着不可替代的作用,在我国国民经济达到了国民经济支柱力量的新高度,在吸纳就业、发展产业、拉动经济增长、增加国家财政收入和社会稳定发展方面,都发挥着举足轻重的作用。

但是,由于中小企业自身规模较小、抗风险能力较低、核心业务稳定性较差等,中小企业发展面临诸多困难,其中主要的就是中小企业的融资问题。根据近两年有关统计数据显示,金融机构对中小企业信贷投放量仅占全部贷款的 4.65%,与中小企业在国

民经济中约占 1/3 的比重形成强烈反差。融资困难,已经成为制约我国中小企业发展的最大瓶颈。随着中小企业规模的扩大和产业升级的需要,中小企业发展受到资金短缺的困扰,融资困难会使中小企业错失市场良机。因此,揭示我国中小企业融资困境的现状及其深层原因,通过现代资本结构理论研究非对称信息下中小企业融资结构和融资期限的选择,探讨适合中小企业融资需求的创新方式及其特点和运作模式迫在眉睫。

1.2 研究意义

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。目前,对中小企业融资的研究大多数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到资本结构、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,现代资本结构理论先后有权衡理论、新优序融资理论、代理成本、信息传递理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。本文在整合国内外文献的基础上,有助于理论创新,有助于填补该领域的研究空白。从现实意义来看,这几年来,尽管国家采取了很多措施,我国有关部门很早就提出要求国家的金融机构积极提供

中小型企业融资的资金,企业债券的发行主体也有所放宽,对项目的限制也有所松动,但是融资难仍然是阻碍我国中小企业发展的重要因素。对大多数中小型企业来说,在一定时期内还不能在金融机构得到足够的融资资金。本文基于已有文献,结合我国转轨时期特有制度环境,借鉴其他国家和地区的成功经验,并据此提出解决我国中小企业融资困境的系统、渐进的破解方案。

1.3 研究内容

1.讨论研究中小企业融资的重要性,总结已有的研究成果,提出研究的理论思路和方法。

2.对国内中小企业融资现状进行分析,指出中小企业的界定标准,中小企业在国民经济中的重要作用,说明目前中小企业的融资困难的现状,并运用分工演化理论,对中小企业融资困难做出新的理论解释,即经济转轨时期分工不发达和协调失灵是产生中小企业融资困难的主要原因。产权界定的不明晰和行政调控的失灵,产生极高的内生交易费用,同时金融行业内部分工极不发达,交易效率低下,无法满足中小企业灵活多样的融资需求。解决中小企业融资问题要从促进社会分工降低内生交易费用入手,而且只能依靠自由市场机制来解决,通过分工的自发演进,寻求适合中国中小企业的融资体制。

3.对中小企业融资理论分析研究,运用现代资本结构理论阐述中小企业融资决策。对影响中小企业融资结构的因素进行分析,重点研究融资方式的选择和融资期限。解释中小企业在不对称信息条件下的融资特点,在此基础上提出中小企业应选择的融资模式降低融资交易双方的信息不对称程度,并证明这一观点。

4.抵押担保融资创新方式研究。在国外应收账款融资是非常普遍的对中小企业提供流动资金的贷款方式,引入应收账款融资

作为中小企业提高资产流动性的一种融资创新方式有着非常现实的意义;存货是流动资产,在物权上属质权范畴,如果在融资担保方式上进行创新突破,让企业动产物权也可质押融资,可以有效解决一直困扰商贸、物流领域的中小企业融资难问题。另外,中小企业在融资过程中通常要处理好两个问题:一是要遵循所谓财务管理中的“黄金法则”;二是要能有效地传递甄别信号,应能向外部投资者传递有效信息使外部投资者能将其与高风险企业区别开来,从而降低筹资成本。这两方面在一定程度上存在着两难冲突,本文证明流动资产的抵押担保可作为不同类型借款人的甄别工具,较好地解决中小企业融资过程中“黄金法则”与甄别信号之间的两难冲突。

5.风险分担融资创新方式研究,通过研究商品融资的定义、现状、优势和风险,论证商品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。

6.中小企业资产证券化研究,着重于讨论资产证券化在国内的可行和突破模式。以及适用于中小企业的证券化方式,因此不再全面研究资产证券化的种类、交易模式等。

7.基于现代资本结构的中小企业融资结构实证研究。理论的实用性要依据条件的再现程度,没有经过实践检验的理论和方法是不可靠的。本研究根据天津华苑产业园区的 120 家中小型企业实践反馈,对理论研究的结果进行检验。

1.4 研究方法

1.个案分析法。采用问卷调查、数据统计与分析、因果或相关分析和规范化描述等方法对调研单位进行个性分析。本方法拟用于研究中小型企业融资障碍的因素。

2.归纳法。在个案分析法的基础上,以中小型企业融资实践

和理论研究成果为指导,归纳出中小企业融资困难的深层次原因,并运用分工演化理论,对中小企业融资困难做出新的理论解释。

3.分类建模法。在个案分析的基础上,按照共性趋势将企业归类。抽象出要素中影响显著的关系和特性,丢弃次要或微弱因素,按照不同特征分门别类将企业类型模型化。

4.理论对应法。在浩瀚的融资结构、资本结构等管理理论中梳理、甄别出适于中小型企业融资结构的理论。解释中小企业在不对称信息条件下的融资特点,在此基础上提出中小企业应选择的融资模式降低融资交易双方的信息不对称程度,并证明这一观点。

5.假设演绎法。这是西方国家研究管理和经济问题的规范方法。将观察中小型企业的融资问题与资料收集得来的信息相结合形成的理论框架,简化成待证假设,经过一系列的证真、证伪活动,确定有价值的理论结论。

6.实证法。因为理论的实用性要依据条件的再现程度。没有经过实践检验的理论和方法是不可靠的。本研究根据 120 家中小型企业的实践反馈,对理论研究的结果进行检验,最后确认研究成果。

7.其它常规方法。管理学、经济学、系统论等多学科方法的单独或综合运用。定性研究和定量研究相结合,理论分析和实证分析相结合的方法。

第二章 我国中小企业融资现状分析

2.1 中小企业的界定

中小企业是一个相对的概念,它指的是与本行业大企业相比较而言,生产规模较小的企业。从全世界范围看,各国对中小企业的划分标准总体上分为两种情形:定量(Quantitative)划分与定性(Qualitative)划分。定性界定主要从企业质量和地位两方面出发,考量企业在竞争中是否处于先天弱势地位,一般以企业所有权集中程度、自主经营程度、管理方式和在本行业所处地位为标准来对中小企业进行划分。定量界定试图通过一定的数量标准准确界定中小企业,一般以其从业人员、资本金额、资产总额、销售额、市场占有率等量的指标作为划分标准。一般说来,大多数国家都以定量的标准进行划分,从业人数是被各国普遍选用的指标,其次是销售额。

关于中小企业的划分标准,在我国也经历了一个变化过程。总的来说,对企业划分是以规模作为标准,只是衡量规模的指标在不断改变。建国以来,中国在企业的界定方面经历了六次大的调整:建国初期,划分标准是固定资产价值;1962年,非公有制经济刚刚起步,对中小企业划分是简单以企业人员数量来划分;1978年,划分标准是综合生产能力;1988年开始逐渐区分行业特

点和差别,逐渐将行业标准引入到中小企业划分中来,根据不同行业的生产能力和固定资产原值将所有企业划分成 4 类 6 档。1992 年,划分标准再次更改,将销售收入和资产总额作为规模衡量标准。1999 年,划分标准是销售收入和资产总额。在不同的经济时期对中小企业定义有不同的界定,主要的原则就是要符合我国不同时期经济发展的特征,能促进我国中小企业的进一步发展。我国在 2002 年 6 月 29 日召开的第九届全国人民代表大会常务委员会第二十八次会议上通过的《中华人民共和国中小企业促进法》中对中小企业概念重新做了界定,即在中华人民共和国境内依法设立的有利于满足社会需要,增加就业,符合国家产业政策,生产经营规模属于中小型的各种所有制和各种形式的企业。同时该法还规定,我国中小企业根据企业职工人数、销售额、资产总额等指标并结合行业特点来划分。由国家经贸委、国家计委、国家财政部、国家统计局共同研究制定新的大中小型企业划分标准正式出台。针对标准的出台,《中华人民共和国中小企业促进法》及新的《中小企业划分标准》,不但包括了工业,而且进一步包括了第三产业(建筑业、交通运输和邮政业、批发和零售业、住宿和餐饮业),因此从法律角度上进一步明确了我国中小企业的法律地位,更加准确地界定了我国中小企业的范围。

2011 年 6 月 18 日,我国工业和信息化部、国家统计局、国家发展和改革委员会、财政部联合印发了《关于印发中小企业划型标准规定的通知》,具体为:

- 1.根据《中华人民共和国中小企业促进法》和《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》(国发[2009]36 号),制定本规定。

- 2.中小企业划分为中型、小型、微型三种类型,具体标准根据