



私营中小企业主 融资行为研究



阎 竣 / 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社



本书为国家自然科学基金项目《基于网络信誉的中小企业融资创新机制研究》（批准号：71003101）和教育部人文社会科学研究青年基金项目《网络融资模式的创新机制及其对中小企业融资和网络交易行为的影响》（批准号：09YJC630223）的成果之一；相关研究同时获得北京市教委科研水平提高经费资助。

私营中小企业主 融资行为研究

阎 竣 / 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

私营中小企业主融资行为研究/阎竣著. —武汉: 武汉大学出版社, 2012. 2

ISBN 978-7-307-09405-5

I. 私… II. 阎… III. 民营企业: 中小企业—融资—研究
IV. F276.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 282910 号

责任编辑: 胡 艳 责任校对: 刘 欣 版式设计: 马 佳

出版发行: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.whu.edu.cn)

印刷: 通山金地印务有限公司

开本: 720 × 1000 1/16 印张: 12.25 字数: 179 千字 插页: 1

版次: 2012 年 2 月第 1 版 2012 年 2 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-09405-5/F · 1619 定价: 24.50 元

版权所有, 不得翻印; 凡购我社的图书, 如有质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

前 言

私营中小企业在我国社会经济中的地位日益凸显。目前，我国中小私营企业已超过 550 万家，占全国法人企业总数的 80% 以上，加上 2621 万个体工商户，在企业数量上占到了 99%，吸纳就业总数占全国城镇全部就业人数的 70% 以上和新增就业的 90% 以上，逐渐成为国人开创事业和获取工作机会的平台。另外，私营中小企业更适应以信息技术和生物技术为主的新技术革命的新趋势，提供了大约 70% 的技术创新、65% 的发明专利和 80% 以上的新产品，成为自主创新的主要研发阵地。因此，私营中小企业的健康发展，直接关系到广大民众的就业问题，关系到国家收入分配，进而关系到国民经济的稳定发展。

然而，在私营中小企业的创立和发展过程中，融资始终是一个难以解决的问题，有近 70% 的企业反映融资非常困难，这一数据高于发达国家，也远高于亚洲新兴工业国家。资金是企业的血液，是企业开展经营活动的第一推动力和持续推动力。深入研究私营中小企业的融资问题以及相应的政策与制度安排具有非常重要的意义。

本书按照主流融资理论的发展脉络，系统梳理了国内外的相关理论，并对主流融资理论在私营中小企业融资领域的适用性加以分析发现，完全套用主流融资理论难以深刻理解私营中小企业融资问题，必须变换角度，并深入考察中国私营中小企业内部特征和外部生存环境。本书从私营中小企业主的融资视角出发，先将全部私营中小企业的融资境况分为不必、不愿与不能外源融资三类，然后从企业的经营特征出发，利用大样本数据分析了企业不必融资的情形及影响因素；从私营中小企业的治理特征出发，论证了企业不愿引入外部股权以及影响外部股权融资意愿的因素；从私营中小企业与治理模式相匹配的

信息特征出发，探讨了企业的融资能力。

在讨论缓解融资困境方面，本书先在经济学的标准“匿名”假设下，以经济人的理性算计为基础、从参与激励相容约束出发，讨论了各种缓解私营中小企业融资困境的理论及其局限性。然后，放松交易的匿名假设，提出了信任在融资中的作用模型。再借用人际网络理论，根据中国人的信任格局，将私营中小企业主的潜在融资对象分为圈子内和圈子外两类，融入信任和信息不对称研究圈子内、外融资竞争所形成的各种均衡关系，并对企业主的政治参与对融资结构的影响进行了实证分析。

本书在研究角度、研究方法、研究内容方面均具有一定的创新性。其一，本书始终从企业主的角度来考察融资问题，将融资中的主要微观主体行为统一到基于现代公司金融理论及经济社会学的嵌入理论的分析框架中，对问题的研究角度具有独特性。其二，本书从一个基本的融资数理模型为出发点，通过前提条件的变化和扩展对企业的融资能力及各种提高融资能力的对策，进行了理论上的论证。构建了信任与融资结构之间的理论模型以及融资圈和放贷圈内、外的各种均衡模型。分别采用 Tobit 模型估计融资需求以及政治参与与国有银行贷款的关系；采用 Probit 模型估计企业的股权融资意愿等，在研究方法上具有规范性。其三，本书利用了具有全国代表性的大样本数据，对我国私营中小企业进行了全面分析，在研究资料方面具有独特性。其四，本书从广义的融资角度，把企业的融资状况分成不必、不愿和不能融资三类，分别考察了三类情形，并分别对其影响因素进行了深入分析。将社会网络理论与公司金融理论有机结合，将融资分为融资圈内与圈外，然后将信息不对称理论和信任因素引入，有力地解释了现实中融资基本发生在企业主的人际网络中以及少数企业垄断大量金融资源的现象。

本书主要的研究结论如下：

(1) 大多数私营中小企业主要依赖内源融资，而且外源融资在私营中小企业中的分布高度不均，5%的企业垄断了约60%的信贷。从融资需求来看，非发展型的经营特征意味着并非所有企业都有融资需求。许多私营中小企业只不过是努力维持已有规模，保持经营状况

良好，并不需要通过不断地外部融资来获取资金。从融资意愿来看，个人和家族治理导致的控制权偏好影响了外源股权融资意愿。在中国的私营中小企业中，有约 70% 的企业主不愿通过股权的融资方式来获取资金。

(2) 私营中小企业模糊隐蔽的信息特征是信贷配给的主要原因。私营中小企业内生于治理结构的信息特征具有固有的模糊性和隐蔽性，道德风险、不同主体的主观概率估计差异以及逆向选择等，导致企业尽管有融资意愿，也会因融资能力不足而受到更大的金融约束。在抵押担保、更低的资产专用性、声誉资本、利他程度的提高、监督成本足够小前提下的相互监督以及连带责任下的交叉监督、多元化下的交叉抵押、融资合约的实施力等，有利于缓解融资约束。但是，每一种提高企业主融资能力的策略都有其不足之处，如银行过于严格和单一化的抵押担保信贷政策是私营中小企业主认为融资困难最主要的原因所在。

(3) 融资圈内更对称的信息和更高的信任是融资发生在人际圈内的主要原因。企业主的人际网络和信任差序格局是影响融资可得性的关键因素，几乎所有的资金都依赖于人际网络获得，“匿名”交易获得的资金微乎其微。企业主的政治参与与国有银行贷款获取之间存在正相关性。私营企业主通过先天和后天的“圈子”获得资金，体制内的企业主依赖于他们与政府官员或政府企业家发展的关系，从正规体制融得资金。体制内的私营企业主还积极参与政治，通过获取政治身份又进一步强化了他们获得正规融资的能力。

目 录

第一章 导言	1
一、选题背景	1
(一) 私营中小企业的现状与未来	1
(二) 融资难束缚私营中小企业发展	4
二、问题的提出	6
(一) 融资难的主要表现: 平均外源融资率低	6
(二) 外源融资难的原因与对策: 观点综述	8
(三) 有待探讨的两个悖论	9
(四) 主要研究问题	13
三、研究方法	14
(一) 基于企业主而非企业的分析视角	14
(二) 个体主义实证与社会网络分析相结合	14
(三) 数理模型与计量模型结合的逻辑与实证分析	16
四、研究框架与内容	16
(一) 研究框架	16
(二) 研究内容	17
五、研究数据	18
(一) 主要研究数据的来源	18
(二) 对私营企业调查数据的清理	19
(三) 样本特征描述	20
六、主要研究结论与进一步的研究方向	22
(一) 创新之处	22
(二) 主要研究结论	23
(三) 不足之处及进一步的研究方向	25

第二章 企业融资理论文献综述	27
一、主流融资结构理论	27
(一) 权衡理论: 税盾效应与破产风险	27
(二) 代理理论: 声誉及激励机制	31
(三) 信息不对称理论: 新优序融资	33
(四) 控制权理论: 控制权争夺与偏好	35
二、企业融资渠道理论	38
(一) 关系型贷款: 银企关系互动	38
(二) 民间金融: 共生性关系	40
(三) 社会资本理论: 信任与融资网络	43
三、本章小结	45
第三章 外源融资需求	48
一、外源融资: 不必、不愿还是不能	48
(一) 问题的提出	48
(二) 分析框架	48
二、有多少企业暂不需要资金	49
三、中小企业的经营特征	50
四、资金需求影响因素的回归模型	51
五、本章小结	53
第四章 外源融资意愿	55
一、引言	55
二、我国私营中小企业的融资意愿	56
(一) 有多少企业没有股权融资意愿	56
(二) 企业主的持股份额趋于增加	57
三、企业与家庭的灰色资金流动	58
四、个人治理与家族治理特征	61
(一) 股权结构	61
(二) 治理结构特征	64

(三) 决策权配置	66
五、企业主的控制权偏好	68
六、股权融资意愿的回归模型	70
七、本章小结	72
第五章 信息结构与外源融资能力	75
一、融资中的信息特征	75
二、私营中小企业内生治理结构的信息特征	77
(一) 模糊、隐蔽与人格化	77
(二) 信息披露风险	79
(三) 个人信息与企业经营信息	81
三、资本市场及其信息结构	82
(一) 资本市场的缺失	82
(二) 资本市场的层级结构与信息特征	83
(三) 银行的决策模式与信息特征	85
四、信息不对称与融资能力	86
(一) 固定投资模型	87
(二) 对成功概率的预期不同	89
(三) 逆向选择与融资能力	90
五、信息特征与融资能力的经验证据	91
六、本章小结	92
第六章 理性匿名假设下的配给缓解	94
一、实物抵押与担保	94
(一) 企业主的自有资产抵押	94
(二) 投资于项目的不动产抵押	95
(三) 抵押在缓解信贷配给中的局限性	96
二、社会资本作为担保品	98
(一) 声誉的作用	98
(二) 利他主义与团体贷款	98
(三) 共同责任	99

三、多元化与交叉抵押	99
(一) 多元化模型	99
(二) 多元化的局限性	100
四、合约的弱实施	101
五、为什么贷款难: 抵押担保条件太严	103
六、本章小结	106
 第七章 融资圈、信任与融资	107
一、交易的“匿名假设”	107
二、考虑信任因素的融资模型	110
三、企业主的融资网	115
四、企业主的努力水平在“融资圈”内外不同	117
(一) 企业主从多个“融资圈”内的放贷者处融资	118
(二) 企业主只能向“融资圈”内垄断的放贷者融资	119
(三) 企业主从多个“融资圈”外的放贷处融资	120
(四) 企业主同时从“融资圈”内外的放贷处融资	121
五、“融资圈”与融资结构的实证研究	122
(一) 与银行更紧密的关系缓解了信贷约束	122
(二) 创业资金基本上来源于关系网络	123
六、从特殊信任到一般信任	125
七、本章小结	127
 第八章 融资网构建与银行贷款	129
一、关系与正规渠道融资	129
二、政府企业家的“放贷网”	131
(一) 放贷者向“放贷网”内的多个企业主放贷	131
(二) 放贷者向“放贷网”外企业主放贷	132
(三) 两类放贷者的竞争	133
三、融资圈的构建	134
(一) 融资圈的构建过程	134
(二) 融资圈内的规范	135

四、金融资源的可及性与政治参与	136
五、融资结构与政治参与关系的进一步检验	138
(一) 债权融资概况: 以资产负债率为主的分析	138
(二) 私营中小企业主特征与企业特征	141
(三) 模型设定与估计方法	141
(四) Tobit 模型估计结果	142
六、本章小结	145
 第九章 研究结论与政策建议	147
一、研究结论	147
(一) 多数企业依靠内源融资, 少数企业把持正规信贷 ..	147
(二) 非发展型的经营特征意味着并非所有企业都 有融资需求	148
(三) 企业主的控制权偏好严重影响了股权融资意愿	149
(四) 银行过度依赖抵押担保在缓解融资难的同时带 来新的困境	150
(五) 企业主的关系网缓解了企业融资困境	150
二、政策建议	152
(一) 积极主导推动征信体系建设	152
(二) 鼓励企业社会关系网络建设	153
(三) 优化中小企业融资外部环境	154
 附录一 私营企业的定义及发展概况	156
 附录二 中小企业的定义	159
 参考文献	163
 图表索引	184

第一章 导 言

一、选题背景

(一) 私营中小企业的现状与未来

私营中小企业在我国社会经济中占突出地位。随着国有中小企业改制的推进以及新生中小企业的不断涌现,私营中小企业在我国企业中所占比重迅速扩大,企业数目、从业人员、注册资本金等指标稳定增长。目前,私营中小企业不仅在数量上处于绝对多数,而且无论是从生产总值、出口、税收还是就业来看,都已占经济总量的半壁江山。特别是在改善收入分配和国民经济结构布局等方面,私营中小企业也起着难以替代的作用,已成为我国现代市场经济体系建设的主力军。

从表 1-1 可见,中国私营企业^①的注册数目、注册资本及就业人数近几年来一直稳定增长,已经成为数量最大、占比最多的企业群体,但其中 99.94% 的企业注册资本在 1 亿元以下,注册资本在 1000 万元以下的有 98%,可以说,私营企业基本上都是中小企业^②(表 1-2)。

表 1-1 2000—2006 年中国私营企业基本状况^③

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
户数(万)	176.18	202.85	243.53	300.55	365.07	430.1	498.1
从业人员(万)	2406.5	2713.9	3247.5	4299.1	5017.3	5824	6586.3
注册资本(亿元)	13307.7	18212.2	24756.9	35304.9	47936.0	61331.1	76028.53

① 私营企业定义及概况见本书附录一。

② 中小企业定义见本书附录二。

③ 资料来源:根据国家工商总局相关统计数据整理。

表 1-2 私营企业的规模分布 (以 2005 年为例)①

注册资本 (万元)	< 100	100 ~ 500	500 ~ 1000	1000 ~ 10000	> 10000
户数 (万)	255.97	55.16	46.21	7.35	0.21
百分比 (%)	70	15	12	2	0.06

按照国际上通行的中小企业划分标准,有相当一部分个体工商户也属于中小企业的范围,考虑个体工商户后(表 1-3),中国约 99.8% 的企业都是私营中小企业。

表 1-3 2000—2006 年个体工商户基本状况②

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
户数 (万)	2571.4	3433.0	2377.5	2353.2	2350.5	2463.9	2595.6
从业人员 (万)	5070.0	4760.2	4742.9	4299.1	4587.1	4900.5	5159.7
注册资本 (亿)	3315.3	3435.8	3782.3	4187.0	5057.9	5809.5	6468.77

根据国家发展和改革委员会中小企业司的最新统计,截至 2006 年 10 月底,我国中小企业数已达到 4200 多万户,占全国企业总数的 99.8%,经工商部门注册的中小企业数量达到 430 多万户,个体经营户达到 3800 多万户。中小企业创造的最终产品和服务的价值占国内生产总值的 58%,占工业新增产值的 74.7%,生产的商品占社会销售额的 59%,上缴税收占 50.2%。中小企业的出口额已占到全部商品出口额的 68%。中小企业提供的就业岗位占全部岗位的 75% 以上,在国民经济和社会发展中发挥着越来越重要的作用。随着中小企业的快速发展,形成了巨大劳动力需求,吸纳了绝大部分劳动力的增量和存量转移,缓解了就业压力。2006 年个体私营等非公有制企业新增 900 多万个工

① 资料来源:《中国中小企业暨非公有制经济信息快报》(2005)。

② 资料来源:《中小企业简报》2005 年第 121 期。

作岗位，占新增就业岗位的 $\frac{3}{4}$ 以上；在第二、三产业的就业人数增长到 4.3 亿人；城镇非公有制经济的就业人数增长到 2.6 亿人。

据国家工商总局统计，2006 年末，全国个体、私营企业就业人数 11746 万人，比上年增长 1022 万人。2006 年新增私营企业中，投资开办个体工商户的有 75.4 万人，投资开办私营企业的有 3.94 万人，投资人达到 205.8 万人，加上个体经营者 494.8 万人，共 700 多万人实现了自主创业。

据全国工商联统计，截至 2007 年 6 月底，我国私营企业已超过 550 万家，占全国法人企业总数的 80% 以上，加上 2621 万个体工商户，成为企业群体的主要构成部分。私营企业和个体工商户吸纳就业总数占全国城镇全部就业人数的 70% 以上和新增就业的 90% 以上，成为就业人口的主要安置渠道。私营占绝对多数的中小企业提供了大约 70% 的技术创新、65% 的发明专利和 80% 以上的新产品，成为自主创新的主要研发阵地。

从 20 世纪 80 年代开始，经济自由化思想重新成为世界主流，创业的浪潮席卷国民经济的各个行业，如何推动新企业的出现并促进它们健康发展越来越成为各国首要的任务。科学技术使得规模经济所要求的最小规模大大缩小，大量新技术的出现创造出许多新的商业机会，而这些商机所要求的规模经济并不大。与此同时，随着人们的需求越来越个性化和多样化，大量的商机需要规模较小的企业去满足。再加上新交易和通讯工具的发展，私营中小企业逐渐成为经济发展的新方向（杨小凯，2004）。无论是发达国家还是新兴工业化国家，私营中小企业的地位都越来越重要。

对于 13 亿人口的中国，私营中小企业的创立和健康发展具有更为重要的意义。中国经济的非均衡发展及收入分配差距的扩大以及庞大的隐性失业人口，使得“有事无人干、有人无事干”的现象普遍存在，而且由于无事干、收入低，“买得起的人不需要，需要的人买不起”，导致内需持续不振，经济增长过度依赖出口，经济运行隐藏着极大风险。只有通过促进私营中小企业的持续发展，让越来越多的人创办起自己的企业，吸纳各种层次的劳动力，才能使物尽其用、人尽其才，才会有内需的真正启动，才会有最大多数人的发展，才能使农民摆脱种种担心，实现全民小康以及中国的真正崛起。只有积极促

进私营中小企业的健康发展，“所有盛满希望的人……才可能将其信念和梦想转变成为事业和工作”^①。

（二）融资难束缚私营中小企业发展

资金是企业的血液，是企业开展经营活动的第一推动力和持续推动力。能否获得稳定的资金来源，能否及时足额筹到所需要的资金，对企业的经营和可持续发展是至关重要的。企业的融资决策是企业经营活动得以进行的前提条件。众多研究表明，企业内源资金和外源资金的可获得性对其投资、研发（R&D）以及经营业绩都有着非常重要的影响。由于融资困难，私营中小企业被迫放弃的经营活动如图 1-1 所示，约 62% 的企业放弃了扩大生产规模，约 47% 的企业放弃了技术设备升级，约 35% 的企业放弃了新产品研发、新项目开发和新兴市场拓展。

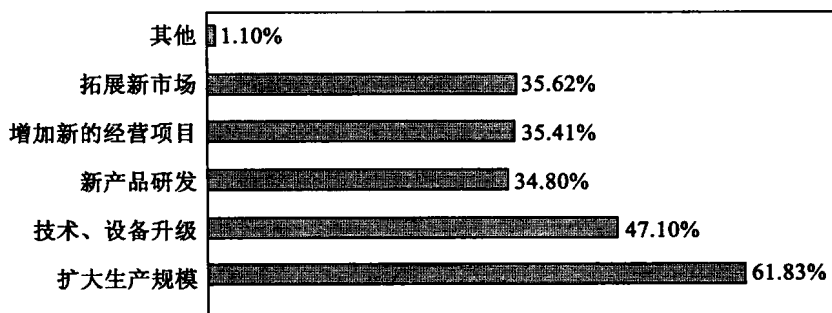


图 1-1 由于缺乏资金导致私营中小企业所放弃的经营活动^②

世界范围内的中小企业融资难现象说明企业融资显著地受到规模因素的制约，我国经济以传统的劳动密集型中小企业为主，融资问题已成为制约其发展的瓶颈。私营中小企业融资难是中国经济体制改革

^① [美] 曼赛·C. 布莱克福德：《美国小企业成长与创新》，经济管理出版社 2000 年版。

^② 资料来源：IFO 等联合项目：《中国中小企业融资现状和问题》（2002）。

过程中始终难以解决的问题,我国私营中小企业内源融资占总融资量的90%以上,银行贷款仅为4.0%^①。

从表1-4可见,中国私营中小企业的融资难问题非常突出,有近70%的被调查企业反映融资非常困难,这一数据高于发达国家,也远高于亚洲新兴工业国家。

表 1-4 部分国家私营中小企业融资难度调查统计表^②

国家	没有困难	轻微困难	中等困难	较大困难
加拿大	34.2%	26.0%	19.2%	20.5%
法国	30.3%	10.5%	21.1%	38.2%
德国	14.3%	28.6%	46.4%	10.7%
意大利	40.8%	15.5%	26.8%	16.9%
葡萄牙	47.9%	31.5%	16.4%	4.1%
西班牙	36.7%	21.1%	22.2%	20.0%
瑞典	43.5%	28.2%	20.1%	8.2%
英国	29.5%	28.2%	28.2%	14.1%
美国	34.0%	36.0%	19.0%	11.0%
中国	10.7%	8.0%	12.0%	69.3%
印度尼西亚	16.4%	24.7%	17.8%	41.1%
马来西亚	28.2	26.9	19.3	25.6
菲律宾	17.1	15.8	28.8	38.3
新加坡	44.1	14.7	29.4	11.8
泰国	4.3	18.1	33.5	44.1

“融资难”已成为制约私营中小企业进一步发展的严重障碍。国务院发展研究中心发展战略和区域经济研究部(2000)对私营中小企业的问卷调查表明,66.9%的企业认为“资金不足”是企业发展面临的最主要的问题;在固定资产投资方面,有66.9%的企业未能从金融机构获得贷款,有62%的企业自有资金占投资比重的80%

① 中华全国工商联会:《中国民营企业发展报告》,社会科学文献出版社2005年版。

② 资料来源:WBES(世界商业环境调查)数据库。

以上；在流动资金贷款方面，有 43.8% 的企业未能从金融机构获得贷款，有 52% 的企业其自有资金占流动资金比重的 80% 以上；70.3% 的企业是通过国有商业银行获得贷款的；大多数企业贷款的利率为 5% ~ 8%，贷款期限为 6 ~ 12 个月，贷款额度上限在 500 万元以下^①。

根据刘民权课题组 2003 年对浙江温州、湖北咸宁和江苏盐城 250 家私营中小企业融资与发展问题的调研，在被调查企业中，76.8% 的企业表示面临资金短缺，其中有 122 家企业缺乏短期资金，70 家企业缺乏长期发展资金，占总数 38.8% 的企业认为融资困难是他们目前发展的主要制约因素。

二、问题的提出

（一）融资难的主要表现：平均外源融资率低

目前，我国尚未对私营中小企业的融资进行过全国性的调查。1999 年，世界银行国际金融公司对北京、成都、顺德与温州四个地区的 600 家私营企业融资结构进行了调查，调查结果见表 1-5。

表 1-5 1999 年北京、成都、顺德、温州四地私营中小企业融资结构 (%)^②

运营年限	内源融资	银行贷款	非金融机构	其他
<3 年	92.4	2.7	2.2	2.7
3 ~ 5 年	92.1	3.5	0.0	4.4
6 ~ 10 年	89.0	6.3	1.5	3.2
>10 年	83.1	5.7	9.9	1.3
所有公司	90.5	4.0	2.6	2.9

① 国务院发展研究中心发展战略和区域经济研究部：《中小私营企业调查》，国研网 www.drc.gov.cn。

② 资料来源：Neil Gregory, Stoyan Tenev, and Dileep M. Wagle: China's Emerging Private Enterprises: Prospects for the New Century (Washington: International Finance Corporation)。