



北京工商大学博士学术文库

中小企业融资研究

ZhongXiao QiYe RongZi YanJiu

苏峻 著



经济科学出版社
Economic Science Press

北京工商大學博士學位論文

中小企業融資研究

蘇峻著

經濟科學出版社

责任编辑：王长廷 袁 激

责任校对：杨 海

版式设计：齐 杰

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

中小企业融资研究 / 苏峻著. —北京：经济科学出版社，
2011. 2

(北京工商大学博士学术文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0398 - 4

I. ①中… II. ①苏… III. ①中小企业 - 融资 - 研究
IV. ①F276. 3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 020087 号

中小企业融资研究

苏 峻 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

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京密兴印刷厂印装

880 × 1230 32 开 6. 875 印张 200000 字

2011 年 2 月第 1 版 2011 年 2 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0398 - 4 定价：26. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 中小企业融资综述	2
1.1.1 中小企业融资的现实情况	2
1.1.2 中小企业融资困难的原因	6
1.2 文献回顾	7
1.2.1 关系型借贷与中小企业融资	7
1.2.2 民间金融、公司借贷和商业信用	9
1.2.3 公司债券市场研究	11
1.2.4 担保问题研究	12
1.3 研究方法 & 结论	14
第 2 章 关系型借贷与中小企业融资	16
2.1 关系型借贷综述	16
2.1.1 关系型借贷的定义	16
2.1.2 关系型借贷与其他贷款的区别	18
2.1.3 关系型借贷的主要优势	19
2.1.4 关系型借贷的不足与缺点	21
2.2 关系型借贷与中小企业融资的实证分析	22
2.2.1 绪论	22
2.2.2 数据描述	23

2.2.3	实证分析结果	26
2.2.4	结论	32
2.3	我国发展关系型借贷的政策建议	33
2.3.1	我国发展关系型借贷具有良好的实践基础	33
2.3.2	我国实施关系型借贷的不足之处	35
2.3.3	我国破解关系型借贷的方法	36
2.4	关系型借贷融资案例	39
2.4.1	A企业的综合概述	39
2.4.2	A企业的信贷历程	41
2.4.3	A企业融资困难的案例分析	43
2.4.4	A企业如何走出困境——建立长期稳定的关系型 借贷	45
第3章	民间金融、公司借贷和商业信用对中小企业业绩 影响的实证分析	48
3.1	绪论	48
3.2	数据描述	50
3.3	实证分析结果	51
3.3.1	非正规融资方式对 ROA 均值影响的 T 检验（方 差不等）	51
3.3.2	民间金融、公司借贷和商业信用对 ROA 影响的 OLS 回归	53
3.4	结论	58
第4章	基于网络信用的中小企业融资	60
4.1	绪论	60
4.2	一个关于信贷配给的模型	62
4.3	阿里巴巴的信用评级流程	66
4.3.1	离线的静态指标	67

4.3.2 在线的动态指标	68
4.4 阿里贷款的特点	69
4.5 结论	72
第5章 创业板企业偿债能力分析	73
5.1 创业板国际比较	73
5.1.1 创业板概述	73
5.1.2 我国创业板上市条件	75
5.1.3 我国创业板现状	76
5.2 创业板上市企业偿债能力分析	76
5.2.1 样本选取	77
5.2.2 上市公司偿债能力	78
5.2.3 上市公司整体财务风险：财务杠杆系数	90
5.3 结论	93
5.3.1 实证研究的结论	93
5.3.2 研究局限及后续研究	94
第6章 公司债券市场研究	95
6.1 绪论	95
6.2 我国公司债券市场的现状	96
6.2.1 发展背景	97
6.2.2 规模小	97
6.2.3 发展慢	98
6.2.4 市场化程度低	99
6.3 我国公司债券市场与发达的公司债券市场的比较	101
6.3.1 美国——全球公司债券市场的表率	101
6.3.2 日本——转变政府职能	102
6.3.3 韩国——健康发展的债券市场	103
6.3.4 新加坡——公司债券市场发展迅速	104

6.4	我国债券市场发展的启示及建议	105
6.4.1	我国债券市场发展的启示	105
6.4.2	合理化建议	106
第7章	中小企业融资与担保问题研究	109
7.1	绪论	109
7.2	推进中小企业信用担保	111
7.2.1	信用担保的相关理论	111
7.2.2	中小企业信用担保的必然性分析	113
7.3	案例分析——B担保公司	116
7.3.1	公司成立以来的运行情况	116
7.3.2	公司评审项目案例分析	119
7.3.3	公司的发展思路和对策	126
7.4	国外中小企业担保的经验及启示	128
7.4.1	我国中小企业融资担保存在的问题	128
7.4.2	各国经验及对我国中小企业融资担保的对策建议	130
7.5	结论	133
第8章	中小企业调查报告	135
8.1	中小企业发展现状	137
8.1.1	被调查公司基本情况及公司治理情况	137
8.1.2	被调查公司财务情况	143
8.1.3	被调查公司新产品开发情况	148
8.1.4	被调查企业对被收购及上市的看法	149
8.1.5	被调查企业对制度环境的看法	149
8.2	中小企业与银行的关系	151
8.2.1	被调查企业银行信贷情况	151
8.2.2	被调查企业大型投资项目的情况	164
8.2.3	被调查企业资本结构及负债率情况	164

目 录

8.2.4	被调查企业报表上最大金额的一笔贷款情况	166
8.2.5	被调查企业授信额度的情况	167
8.2.6	被调查公司银行借贷抵押/担保情况	167
8.3	中小企业民间融资生态	168
8.3.1	被调查企业商业信用使用情况	168
8.3.2	被调查企业公司间借贷情况	171
8.3.3	被调查企业民间借贷情况	177
8.4	结论及建议	179
8.4.1	第一部分“中小企业发展现状”结论	179
8.4.2	第二部分“中小企业与银行的关系”结论	180
8.4.3	第三部分“中小企业民间金融生态”结论	180
8.4.4	相关建议	180
附录	中小企业融资情况调查问卷	182
	参考文献	200
	后记	209

第1章 导 论

中小企业是我国国民经济的重要组成部分，据国家工商行政管理总局统计，截至2008年年底，全国实有企业971.46万户，其中99%以上为中小企业。中小企业对GDP的贡献超过60%，对税收的贡献超过50%，提供了近70%的进出口贸易额，创造了80%左右的城镇就业岗位，吸纳了50%以上的国有企业下岗人员、70%以上新增就业人员和70%以上农村转移劳动力。在自主创新方面，中小企业拥有66%的专利发明、74%的技术创新和82%的新产品开发。可见中小企业为社会经济发展发挥着不可替代的作用。中小企业的存在，使市场主体更趋多元化，有效阻滞了垄断机制的形成，促进和构建了一个多元竞争、充满活力的市场经济环境。但是，长期以来中小企业融资难一直是困扰其发展的重要因素，也是学术界一直在研究的话题。

本书以中小企业融资状况为研究对象，通过问卷调查报告获得中小企业的相关数据、信息，分别研究了当前中小企业融资的主要渠道或方式（如关系型借贷、民间金融、网络信用、债券市场、股票市场等）与融资的关系，“侧面”反映出中小企业的融资状况。最后，详细报告了问卷调查的结果，全面展示了中小企业的融资现状。

1.1 中小企业融资综述

1.1.1 中小企业融资的现实情况

1. 国外中小企业融资的现实情况

在发展中国家，非正规金融广泛存在。克里斯多夫·伍卓芙（Christopher Woodruff，2001）利用1994年和1998年的调查数据对小企业在初创阶段和发展阶段融资状况的研究表明，在墨西哥，“尽管正规（银行）信贷对于调查样本中最大的企业比较重要，但从总体来看，这些企业极少获得银行信贷。而非正规的金融借贷——从家庭成员或朋友处获得的借款、商业信用等在墨西哥更为普遍。调查数据显示正规银行信贷很少，只有2.5%左右的被调查企业在创立阶段、约3%的被调查企业在创立之后曾获得银行贷款”。^① 根据迈克尔·阿里百奥（Michael Aliber，2002）利用对那格浦尔（Nagpur）和坎帕拉（Kampala）的调查数据所作的研究，在乌干达和印度，“非正规金融是非正规部门的企业主创办企业所需资金的主要来源，不论从哪个角度考察，都远远大于正规金融机构向其提供的金融支持”。^② 在津巴布韦，“90%以上的非正规部门的企业根本得不到任何银行服务。即使有些企业主能够得到银行服务，但大部分情况下，由于没有抵押品、不能向银行提供担保，也无法获得贷款”。^③ 在肯尼亚，根据安德斯·伊萨克松（Anders Isaksson，2002）的研究，正规部门的小企业和非正规部门的企业向非正规金融的借款较多，尽管从借款规模来看，企业从非正规金

① Christopher Woodruff, "Firm Finance from the Bottom Up: Micro-enterprises in Mexico", Paper prepared for Research on Economic Development and Policy Reform at Stanford University, October 5-6, 2001.

② Michael Aliber, "Informal Finance in the Informal Economy: Promoting Decent Work among the Working Poor", International Labour Office working paper on the informal economy.

③ Harare, 12 June 2002, Doris Kumbawa, Financial Gazette, Zimbabwe.

融获得的融资额不是很大，但是从借款范围来看，对非正规金融的利用较多。^① 根据欧内斯特·阿耶蒂（Ernest Aryeetey, 1998）的研究，在加纳等非洲国家，虽然进行了消除金融压制的金融自由化改革，但是中小企业的融资状况并没有得到改善：“在向银行申请贷款的中小企业中，只有一半申请者有机会被银行考虑；而在申请贷款的微小企业中，大约 2/3 的申请者可能被银行拒绝。”^②

在金融体系高度发达的美国，已经形成了一整套为小企业提供融资的服务体系，其中既包括政府的政策支持，也包括市场主体自发形成的各种各样的融资中介机构。根据美国中小企业管理局（SBA）的统计，小企业就业人数占美国就业人数的 2/3，销售收入约占美国全部企业的 50%，全美 50% 以上的技术创新和高技术行业中 30% 以上的就业都来自小企业。^③ 刘明兴（2002）的研究发现，美国小企业的融资结构中，股本融资平均占 49.63%，债务融资平均为 50.37%，债务融资由金融机构的贷款（26.66%）和非金融结构、个人、政府的信用（23.71%）构成。^④ 规模越小的企业其股权融资的比重越高，并且企业的发展阶段与其借贷比例的关系呈现倒 U 形。在小企业从金融机构获得的贷款中，有抵押的贷款占 91.94%。商业银行贷款在小企业融资结构中的比重为 18.75%，其中有抵押的贷款占 91.99%。随着资产规模的上升，商业银行对小企业的贷款占小企业的银行贷款总额的比重先上升，后下降，又上升。如到 1996 年 6 月，大银行持有对小企业贷款总额的 52.3%，尽管这部分贷款只占到银行贷款总额的 3.4%。

① Anders Isaksson, “The Importance of Informal Finance in Kenyan Manufacturing the United Nations Industrial Development Organization (UNIDO) Working Paper No 5, May, 2002”.

② Ernest Aryeetey, “Informal Finance for Private Sector Development in Africa”, A background paper prepared for the African Development Report 1998.

③ 林毅夫、孙希芳：《信息、非正规金融与中小企业融资》，北京大学中国经济研究中心，2003 年 9 月 19 日。

④ 刘明兴：《美国小企业的融资结构与体制》，北京大学中国经济研究中心网站，2002 年。

2. 国内中小企业融资的现实情况

我国劳动力相对丰富，资本相对稀缺的资源禀赋结构使得劳动密集型中小企业在很长时间内是我国经济中最有活力的构成部分。但是，以大银行为主的高度集中的金融体系导致中小企业融资非常困难。与大型企业相比，中小企业的经营透明度和抵押条件不足，单位贷款处理成本随着贷款规模的上升而下降，所以大型金融机构通常更愿意为大型企业服务。而中小金融机构在为中小企业提供服务方面则拥有信息优势，因此，必须大力发展中小金融机构。目前在许多国家和地区，非正规金融对于中小企业融资具有非常重要的作用，甚至在一些已经实现了金融自由化的国家和地区，非正规金融仍然不同程度地存在着。

在我国台湾地区，劳动密集型中小企业对台湾的经济发展起着十分重要的作用。在台湾的官营银行垄断体制下，台湾金融机构的融资业务是极其保守的，缺少抵押品的中小企业要取得融资非常困难。中小企业的资金主要来源于台湾一般银行、中小企业融资辅导体系和民间借贷市场。在中小企业总资本结构中，负债比例高，自有资本比率低；在借款来源中，本国金融机构借款为主，民间借款为辅。其次，短期票券融资比率很小；银行对中小企业融资的贡献有限；20世纪60~90年代，以中小企业为主的民营企业岛内借款来源中民间市场的比例高达35%以上。也就是说，对于作为台湾经济主体的中小企业来说，制度外金融是一个无法替代的信用筹措来源，是企业赖以建立的动力来源之一，这种状况并没有因为台湾已经达到新兴工业化经济群体阶段而消失。

在温州，温州民营经济的融资特征是，在创业初期，以自有资金和民间融资为主；当企业具有一定的规模和实力以后，以自有资金和银行借贷为主，民间融资仍是重要的外部资金来源。资金约束始终是制约大多数温州民营企业发展的一个关键因素。例如程蕾（2002）对100家温州民企的融资状况调查发现，企业在初创期75%以上的资金来源于自身积累和民间借贷；在企业发展阶段，其

资金来源主要为初创时的自有资金、留存收益以及银行借贷，但是由于缺乏抵押物，或者“抵押担保难以落实”，企业发展所需贷款难以满足。^①另外，浙江财经学院课题组在2000年7月对杭州和温州的调查也表明：60%的中小企业的原始积累以自有资本为主，约20%的企业以向民间借贷为主；杭州有74%、温州有53%的被调查企业认为贷款难。^②

改革开放以来，非正规金融就一直扮演着重要的角色。根据张仁寿和李红（1990）的估算，1985年农村个体户、联户和乡镇企业资金需求达到6.5亿~7亿元，其中银行信用社的借贷资金占总需求的30%左右，民间借贷占36%，其余为企业自有资金。^③实际上，根据1985年对藏南县前库镇10户批发大户、26家商店和9家企业的调查，其资金需求为366.4万元，除了自有资金外，信用社贷款只能弥补38%的资金缺口，62%来自民间借贷。正如凯莉·蔡（Kellee Tsai，2001）基于实地调查的研究发现，“中国的私营企业在创立和发展过程中一直主要依靠非正规金融或者经济学家所称的路边交易市场进行融资”。^④1998年，在全部银行贷款中，只有0.4%的贷款是贷给私有企业的。在我国1996~1997年所调查的（私有）企业中，有88%的企业表示从未从正规金融体系获得贷款。

总之，通过以上并不全面的资料（尽管各个资料对于非正规金融的界定和范围也不很一致），可以得到这样一个大概的认识：在发展中国家的中小企业融资结构中，正规金融所占比重很小，而内源融资和非正规金融是中小企业创立和成长的主要资金来源；在

① 程蕾：《民营经济的融资困境及其策略选择》，《当代财经》2001年第3期。

② 浙江财经学院课题组：《论浙江省中小企业发展中的金融支持》，《浙江学刊》2001年第3期。

③ 张仁寿和李红：《温州模式研究》，中国社会科学出版社1990年版。

④ Kellee Tsai, “Beyond Banks”: “The Local Logic of Informal Finance and Private Sector Development in China” presented at the conference on Financial Sector Reform in China September, 2001.

发达国家，金融体系发达，针对中小企业融资的各种各样的支持体系比较完善，非正规金融的空间较小，但是内部融资仍然是大多数小企业的重要资金来源（平均30%以上）。

1.1.2 中小企业融资困难的原因

1. 银行对中小企业实行严格的信贷配给

中小企业是地区经济发展的发动机。长久以来，中小企业在生存与发展中很大程度上依赖内源性融资，而内源性融资要受到企业的赢利能力、净资产规模和未来收益预期等方面的制约。现实中的中小企业总是存在着资金供求的矛盾，这种矛盾推动其对外源性融资的需求。此外，中小企业在资本市场直接融资的可能性很小，因此中小企业获得外部资金的主要方式就是从银行等金融中介机构获得贷款。但现实的情况是，银行对中小企业实行严格的信贷配给，使得中小企业长期普遍面临着发展的资金“瓶颈”。

2. 中小企业的信息不完整

很显然，在获取贷款的过程中，有关借款者的信息是至关重要的。在完全竞争市场中，各方都有完全的信息，市场竞争和资源自由流动的结果会导致一个帕累托有效的资源配置格局，资本市场将在均衡价格下出清，只要资金供给不受规模限制，那么所有的资金需求都会被满足，信贷配给就不会出现。现实中的中小企业信息的完全获取对商业银行来说比较艰巨。

3. 中小企业的道德风险高

在信息不对称的情况下，银行决定是否为企业提供贷款时，要比较成本和收益及项目的风险和贷款利率。当贷款利率提高时，银行的预期收益会提高，但当利率进一步提高时，就会发生有如二手市场的逆向选择那样的情况，低风险的借款者退出市场，高风险的借款者留下来，导致贷款的平均风险上升，银行的预期收益率在更高利率时反而下降，这样银行的资金供给曲线就是向后弯曲的。在银行收益最大化的利率水平上，资金的需求会超过供给，形成信贷

配给。除了逆向选择会形成信贷配给，放款后的道德风险也是造成信贷配给的原因。现实中的中小企业多数资产规模小，缺乏抵押物，倒闭率高，没有完善的信用担保，且无法向银行提供合格的财务报表，即中小企业较之大企业信息更加不透明，银行对中小企业的信贷配给也更为严重。

1.2 文献回顾

中小企业信贷的最大特点是信息不对称，加之抵押资产有限、贷款规模小造成单笔贷款成本较高，因此在信贷市场上经常受到紧缩影响。国内外关于中小企业融资方面的文献主要是从以下几方面进行研究：

1.2.1 关系型借贷与中小企业融资

柏林（Berlin）和梅斯特（Mester，1998）对“关系型借贷”进行了如下的界定，即“建立全面、细致的银企关系，利用银行和企业之间的长期合作关系，来最大程度地减少中小企业借贷风险的一种贷款协议”。^①

首先，关系型借贷是市场交易的一种内生制度。这里的关系反映的是企业和一家基本银行（或少数几家银行）建立的长期封闭及规范化的契约关系，它的维系有助于银行收集关于企业发展前景和贷款偿还概率等方面的信息，进而为做出贷款决策提供便利。

其次，关系型借贷不同于信用贷款。它仍需以企业的应收账款、存货等资产做抵押或担保。只有当企业无法提供足额的抵押品或合格的财务报表信息时，基本银行才用获取的软信息替代硬信息来增加对企业的贷款。

^① Berlin, M., Mester, L., 1998, "On the Profitability and Cost of Relationship Lending", *Journal of Banking and Finance* 22, 873-897.

伯杰 (Berger, 1998) 和尤戴尔 (Udell, 2002)^① 从关系融资的角度进行了分析。他们指出, 从银行的角度, 将信息披露规范、易于量化和传递的大企业的信息称为“硬信息”, 而将那些信息披露不规范的中小企业的模糊信息称为“软信息”。并在此基础上提出“关系型融资假说”, 即企业固定地与数量极少的银行打交道, 通过长期和多种渠道的接触可以使银行获得贷款企业及其业主的相关信息, 从而有效地缓解信息不对称问题。关系型借贷所涉及的信息主要是难以量化和传递的软信息, 具有强烈的人格化特征, 因而对于内部结构复杂的大银行来说, 其传递成本过高; 而如果把决策权配置给地方分支机构, 又会在银行内部产生代理问题。所以, 中小金融机构在发放这种关系型贷款上就比大银行具有成本优势。

威廉·D. 布拉德福德 (William D. Bradford)^② 等主要探讨了现阶段中政府应该创造开发何种最适合中小企业发展的政府融资项目, 以便使中小企业能得到更多的资金来源与支持。作者通过建立理论模型来分析政府融资项目对中小企业融资所产生的效益, 介绍了两种美国政府扶持小企业融资的项目及其经验, 指出美国政府融资项目对中国政府支持中小企业融资有很好参考价值, 比如, 信贷担保项目被证实比政府直接贷款更能有助于降低中小企业的借贷风险, 也能更有效地贷款给中小企业。

林毅夫、孙希芳 (2003)^③ 首先对国内外相关的中小企业融资的现实情况进行了详尽的阐述, 其次就中小企业普遍面临着融资困难的问题, 展开深入的探讨。根据作者的理论, 笔者发现目前中小企业融资困难的原因是: 第一, 银行对中小企业实行严格的信贷配

① Berger, A. N., Udell, G. F., “The Economics of Small Business Finance: The Role of Private Equity and Debt Market in the Financial Growth Cycle”, *Journal of Banking and Finance* 22, 613 - 673.

② William D. Bradford, 1998, *Credit Rationing in Market with Imperfect Information* [J], 71 (3), 393 - 410.

③ 林毅夫、孙希芳:《信息、非正规金融与中小企业融资》, 北京大学中国经济研究中心, 2003年9月19日。

给；第二，中小企业的信息不完整；第三，中小企业的道德风险高。

近年来，很多实证研究对公司银行关系进行了深入的研究。胡氏、卡什亚普和斯卡弗斯登（Hoshi, Kashyap and Schaarfstein, 1990a, 1990b）发现在日本与银行有紧密关系的公司不容易发生现金流紧张的问题。詹姆斯和威尔（James and Wier, 1990）发现现存的或者新达成的银行关系合约对股票市场有正面的反应。皮腾森和瑞简（Pertersen and Rajan, 1994）证明了关系信贷增加了企业融资的可能性，而不是降低融资成本。莱沃尼思和索列尔（Levnian and Soller, 1995）总结了中小银行在针对中小企业的较小规模的贷款方面具有优势，这就是“小银行优势假说”。林毅夫等（2001）亦阐述了大力发展和完善中小金融机构是解决我国中小企业融资难问题的根本出路。张捷（2002）阐述了在关系型贷款上的小银行优势。这些理论在我国快速发展的中小型商业银行中正在得到更广泛的应用。胡援成（2004）从经济学的角度给出中小企业股权和债权融资的约束条件；沈洪明（2006）研究了转型经济条件下民营中小企业融资和企业信用的关系；杨树旺等（2005）论证了支持民营企业发展的基本原则；吴义国（2004）论证了建设中国中小企业政策性金融支持体系的必要性；李扬等（2005）研究了大型企业—银行信贷关系的一般特点和变迁路径。

1.2.2 民间金融、公司借贷和商业信用

追溯西方经济学文献，最早关于非正规金融的理论是从高风险、高利率角度阐述非正规金融高利率的合理性（Bottomley, 1975）。之后的理论发展将研究重心转移到信息不对称与非正规金融的关系角度。斯蒂格利茨和魏斯（Stiglitz and Weiss, 1981）的信贷配给理论最早阐述了由于信息不对称、道德风险和逆向选择行为的客观存在，金融机构达到最优回报时，资金需求是大于资金供给的。而为达到最优回报，金融机构希望选择较低风险较高投资回