

论中小企业融资与管理

融资创新

分工演化与关系型融资 中小企业融资问题的新理论解释

一、中小企业融资困难的成因

一般认为，国内中小企业融资困难的主要原因是信息不对称、融资成本高、政策歧视以及抵押和质押问题。从中国经济的发展历程来看，这些主要原因的背后还有着更深层次的根源。

根据分工深化理论（杨小凯,2000），笔者认为国内中小企业融资困难是经济转轨时期分工不发达和协调失灵所至。改革开放前，中国也是沿袭苏联的模式，力图依靠计划经济的办法，模仿自由市场创造的复杂分工结构，却远没达到苏联的工业化程度，中国经济基本上还是处于自给自足状态，交易效率很低，如果说苏联是用计划经济手段模拟自由市场制度下的复杂分工，中国则是用计划经济手段模仿苏联的经济体系。在建立较完善的重工业体系的同时，轻工业、农业和服务业还处于很低的分工

水平。由于排斥市场的作用，产权也处于虚置状态，虽然有很高的内生交易费用，但依靠政府的行政命令尚能运转。

在引入市场机制的经济转轨期间，由于以前总体社会分工水平还很低，市场机制促使社会分工有长足的发展，这是中国经济一直呈快速增长的主要原因。这不像苏联和东欧地区，由于已有很高的分工水平，新体制摧毁原有的保险机制，造成整体经济协调不灵，使生产力急剧下降。中国的问题在于转轨期也有协调问题，但没有像苏联和东欧那样的整体协调失灵，而是局部的分工协调失灵和多数行业因分工演进，协调机制建立过程中的问题。在改革初期，分工带来的边际收益超过交易费用增加带来的边际成本，因而问题不突出。随改革的深入，分工的进一步演进，不但有外生交易费用与分工好处的两难冲突，也有内生交易费用和分工好处的两难冲突。如融资体制拨改贷以后，企业与银行出现专业化分工，但企业争取信贷额度的外生交易费用和贷款逆向选择的内生交易费用也随之而来。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，出现如企业间缺乏信用，企业内部人控制和道德风险等问题，直接后果就是金融机构在自身风险约束越来越强的情况下，惜贷倾向严重。中小企业面对如此高昂的交易费用，要么回到自给自足的状态，依靠自身的积累发展企业；要么增加外生交易费用，如向银行或政府的官员行贿以获得资金，但由此会产生严重的败德行为，这两种选择都是社会福利的极大损失。

中国金融行业还是国家垄断和控制严格的行业，这造成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。分工不发达造成竞争程度不高，在交易过程中拓展潜在合作关系的费用要高于维系现有关系的费用，尤其是中小企业为获得融资需花高成本去维持与现有金融机构的关系，增加了融资成本。这都是造成中小企业融资困难的原

因。而杨小凯所称的“国家机会主义”，因自身利益的驱使有意阻挠各种自下而上的制度创新，如对“民间金融”的压制，动辄以治理市场秩序为由进行各种管制，而管制往往是产生内生交易费用的根源，而不是根治的手段。中小企业多出现于分工演进出的新行业，在发展过程中与各方面的交易规则尚处于摸索试验过程，同时还要同政府的过度管制进行博弈，两方面均会产生不少的交易成本。国内中小企业融资成本之高、之困难也就不足为奇。中小企业融资难成为普遍现象，不是政府部门办风险投资公司等技术模仿的手段所能解决的。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，而不是政府有意的技术模仿。

、融资的分工演化

企业规模	小型企业		中型企业		大型企业
企业年龄	刚建立，无抵押和信用记录	有少量存货和应收款，固定资产较少	有了更多资金，有较多信用记录	有了更多固定资产和流动资产，资本金增加	
企业特点	信息不对称问题较大，企业经营风险较大，盈利水平较低，主要靠业主和主要股东投资		信息不对称问题依然存在，企业经营风险相对减少，盈利水平有一定提高，外源性资本投入可能增多		信息不对称问题较少，主要靠正式金融和资本市场
融资渠道	内源性融资 天使资金				
	外部抵押贷款				
	风险投资				
			银行短期贷款		
			银行中长期贷款、租赁		
			发行商业票据和债券		
			首次公开发行股票（IPO）		

图 1 中小企业发展阶段和融资渠道

融资方式的划分一般分为内源融资、外源融资或直接融资、间接融资等。本文认为上述关于融资方式的划分均有一定局限性，目前各种金融创新层出不穷，由此出现的融资方式大多无法按现在的划分标准分类。按梅利和肖的观点，整个经济根据收支情况划分为盈余部门、平衡部门和赤字部门，盈余部门是储蓄者，赤字部门是投资者。资金从资金盈余部门向赤字部门转化，即储蓄向投资转化的形式，渠道也就是融资方式。各种金融中介机构和金融资产存在的基础也就在于储蓄——投资过程中的专业化分工，亚当·斯密指出分工和专业化是经济增长的源泉，在货币金融市场的专业化发展，使得全社会的生产性投资水平提高。目前新的金融产品不断出现，可以认为是储蓄——投资过程中专业化分工深化的结果，新产品的出现和分工深化也必然提高交易效率，使稀缺资源配置优化，社会财富得以增加。这也是金融创新的重要意义之所在。在市场交易效率很低时，人们处于自给自足状态，不存在分工协调的问题，就单个企业而言（如果存在的话），是靠内部积累来发展企业。随市场交易效率的提高，出现了专门从事资金借贷的行业，信贷的出现，使企业家获得熊彼得所称的“购买力创造”。企业家和银行家通过分工，构成经济活动中的循环流转，与自给自足状态相比，实现了帕累托改进，增加了社会总财富。市场分工提高了专业化程度和效率，但也带来了交易失败的风险，由此产生协调费用，也就是杨小凯所称的“外生交易费用”。在企业由小到大的生命周期里，内部的分工协调也在不断的演进，融资方式也随着内生交易费用与外生交易费用的两难冲突（trade off）而改变。

笔者（2000）曾指出：“中小企业可从组织发展过程中界定。企业组织的成长一般经历五个阶段，中小企业是企业组织的成长阶段。”因此结合企业的发展过程更容易理解融资方式

的演进。从图 1 中可看出，从中小企业发展之初，信息不对称程度相当大，导致中小企业与外部融资者交易效率很低，因信息不对称极易产生机会主义行为，双方享受分工所带来的收益远不能补偿交易失败所带来的风险。在这一阶段中小企业除内部信息掌握者的投资外，无其他融资渠道，在融资领域处于自给自足状态，这样才不会产生交易费用。随着企业的发展，信息不对称程度减轻，但机会主义行为依然存在，外部投资者可通过增加外生交易费用，来控制内生交易费用。在企业发展到能利用正式金融市场和资本市场的阶段，此时的外生交易费用已达到最高水平（证券发行以及随后的相关成本），而内生交易费用已降至最低水平，达到边际收益和边际成本的均衡。在中小企业利用银行贷款等债务融资方式时，其外生交易费用不如证券发行费用高，内生交易费用却比大企业高，如何达到均衡，其关键在于拥有关系型融资，能在很大程度上降低融资双方的信息不对称程度。从中小企业融资方式来看，中小企业债务融资的渠道多种多样，不同的发展阶段有不同的来源。对中小企业而言，“自由的债务融资体系可能是企业发展过程中必备的条件之一。基于双方自愿和契约基础上的非正式融资，对于企业的创立和初步发展，有着十分重要的意义……银行业拥有分析存货、应收款价值的技术，对银行业防范金融风险，同时支持中小企业信贷需求，是另一个必备的条件或环境。在为中小企业提供债务融资时，银行实际上在不断地进行创新活动。信贷承诺、应收款代理、存货融资等方式，使近年来发达国家银行的贷款管理技术变得更为成熟。我国的银行显然需要认真学习这些技术和方式”（李杨、杨思群《中小企业与银行》2001）。

本文认为，目前市场出现的各种类型的金融创新，完全是市场交易效率提高，分工深化所致。根据杨小凯的理论，分工

会随时间的流逝而白发演进，意味着每个人从自利出发进行动态最优决策、互相冲突的自利决策相互作用后，产生出一种所有人都不得不接受的结果，该结果会随时间的流逝而演变，且演变过程也是人们动态自利决策交互作用的结果。从融资手段或金融工具的发展历史来看，与抵押有关的融资方式源于两千年前，古罗马查士丁尼所著的《法学总论》，19 世纪后期，不动产抵押债券是美国铁路部门进行融资的方式，指数化债券出现于 1925 年；期权这种目前十分活跃的金融工具在 16 世纪的荷兰就已盛行。因此，所谓的创新均有一个较长的演化过程。事先，人们不可能预先知道哪一个分工方式或组织手段有效，在这么一个看似无序的演化过程中，实际有着内生的秩序，如哈耶克（1962）指出：“分工之所以能达到使现代文明成为可能的程度，是由于这样一个事实，就是它并不是被有意识地创造出来的，而是人们无意中摸索到的一种方法，它使分工能够远远超过计划所能达到的限度。”

有种观点认为，在国内金融体制还不完善的情况下，引入一些融资创新是没有市场的，或者还会增加风险。前面已证明，在不完全市场中引入创新，存在帕累托改进的可能，因此只要引入适合的融资创新，就会有其市场。而至于何种融资创新合适或是否会增加风险，以人类的有限理性，不可能未卜先知，从超边际分析角度来看，创新所带来的可能角点均衡的组合会无穷多，人们不可能推算结果，惟一的可能则是鼓励一切方向的创新。因为“人们要得到决策所需的所有信息，必须试验所有不同的角点。这一方面意味着组织试验会产生风险，成败不可能像边际调节那样肯定；另一方面，试验必须是从一种组织结构跳跃到另一种完全不同的结构，而不能只是边际调节。这就意味着众多的破产案例其实是人们获得决策信息所必须的组织试验。破产企业家的贡献不见得低于成功的企业家。

在这种组织试验过程中，成功在很大程度上是可遇而不可求的事，如果人人都要等到有十足把握才试验目前不存在的组织，则人们永远不能获得决策所需的信息。如果人口中相当一部分人在没有十足把握时就去试验各种不同的组织结构（不同的角点），则很多不同的角点就会被试验，其中大部分当然不是最优结构，而失败就提供了有关最优结构的信息，使成功的组织得以被人模仿和发展”（杨小凯，2001）。对国内而言，很多融资创新在国外已有成功经验，移植过来所谓的风险和成本都会小得多。

三、关系型融资的作用

资金的借贷活动也是社会分工自发演进的结果，如何降低其中的内生交易费用则取决于融资模式的选择。对于中小企业融资模式的选择，国内一直有两种不同观点，一种认为应按英美模式——“保持距离”型融资，其观点的依据在于美国新经济的崛起；另一种认为应按日德模式——主银行制，其依据则是日、德两国经济腾飞时的表现。但目前这两种观点都在一定程度上被证伪，而使人无所适从。

本文认为，在目前国内处于转轨经济时期，中小企业融资模式主要宜采用银行主导的融资模型，该模式按青木昌彦的观点定义为关系型融资更为准确。关系型融资定义如下：“关系型融资（relational financing）是一种初始融资者被预制在一系列法庭无法证实的事件状态下提供额外融资。而初始融资者预期到未来租金也愿意提供额外资金的融资方式。在该定义中，首先是在初始融资阶段借贷者对未来相机融资的预期，然后是融资者在再融资时对未来租金的预期。……由于预期到资金紧张时有再获得融资的可能性，企业也许愿意从事企业专用

性资产的投资。”（青木昌彦，2001）新资本结构理论认为不对称信息影响了企业最优融资结构的实现，为优化企业融资结构，就必须减少由不对称信息引起的内生交易费用。关系型融资主要是依靠意会知识，来开展融资活动，青木昌彦对意会知识（tacit knowledge）定义很长，套用一名老话：“只可意会，不可言传。”可很好地理解意会知识的含义（无独有偶，哈耶克对意会型知识在自发秩序中的作用也有着深刻的论述）。意会知识对于减少借贷双方的信息不对称，降低内生交易费用有着很大的作用，因为融资者意会知识的获取源于其在长期借贷过程中的经验积累和对项目判断修正得出的后验概率。这一类知识对借贷双方来说可能很明确，但对外部人来说则难以表述清楚。以资金借贷过程几个监督阶段为例：为使债务本息得到正常支付，需要有事前监督和事后监督两个阶段，事前监督主要对付逆向选择问题，即关于项目风险、借贷者能力等不对称信息问题，解决这些问题不能依靠青木昌彦所称的“数码信息”，即借贷合同上的条款不能解决此类信息不对称，融资者就需运用意会知识对项目价值，经营者能力作出判断。事后监督主要是借贷双方的结算，融资者需要运用意会知识判断再融资的时机与相应的对策。简而言之，经过保持距离型融资考核被拒绝或中止的项目，运用意会知识的关系型融资却有可能使其成功，产生效益。若企业所融资项目的成功概率为 P ，贷款方对此估计则为 EP ，由于意会知识的应用，贷款方的经验积累和对类似项目修正后的后验概率，使得 $EP \approx P$ ，则能最大限度降低对项目评估的误差。这一点对于中小企业而言尤其重要，青木昌彦明确提出：“银行和中小企业的关系融资在后者未进入证券市场之前是有不少益处的，即使在发达国家，对尚未进入证券市场融资的中小企业的监督也在一定程度上涉及意会知识。”（青木昌彦，2001）

关系型融资对国内中小企业融资有着十分重要的作用，因为在转轨经济中，市场发育不成熟，无法充分地以客观知识的形式（如市场分析和项目可行性分析等）提供项目的盈利性和风险估计，只能利用一些不易标准化和量化的信息，如企业家的素质、品格、信誉和专业技能等，这些知识均不能数码化和文字化，只能以意会知识的形式存在。关系型融资通过意会知识的运用，对上述不能量化的信息作分析加工，能甄别出融资项目的优劣，降低中小企业融资的内生交易成本，这是国内现阶段采用保持距离型融资无法做到的。广而言之，风险投资也依靠意会知识，选择最终成功的项目，拒绝向失败项目再融资，这当中来自经验的知识和判断就属于意会知识，也是风险融资的必备条件，风险投资也能称之为关系型融资。

四、关系型融资两期模型

本节考虑一个简化的中小企业融资两期模型。在期初 0 点，企业从外界融入债务 D ，假设企业出现高收益时概率为 P ，出现低收益时概率为 $1-P$ 。中小企业借入的是短期债务，债权人在时期 1 根据企业的经营表现决定是否再融资，让企业对债务 D 进行展期，如下图所示：

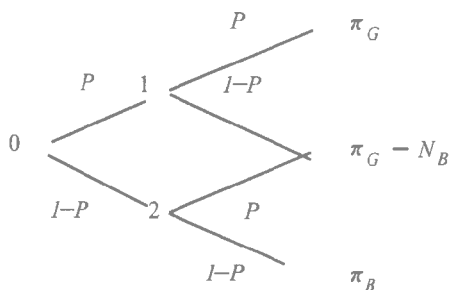


图 2 融资两期模型图

图 2 中状态 1 表示企业为高收益，状态 2 为低收益。外部债权人在企业呈现状态 1 作出再融资决定，企业所融资的项目有两种可能结果，以上升概率 P 获得现金流 π_G ，或以 $1-P$ 概率得现金流 $\pi_G - N_B$ ， N_B 表示福利损失。企业出现状态 2 时，若债权人进行救助，比如将债务展期，企业有可能经营好转，企业获得现金流 $\pi_G - N_B$ 的概率为 P ，或经营恶化，最终收益为 π_B （假设若中止融资，最终收益亦为 π_B ）。在状况 2 时，福利损失 N_B 为救助成本。此模型在结构上与 Flannery (1986) 的模型类似，Flannery 的两期融资模型主要研究不对称信息与债务期限的关系。而该模型考虑了再融资时的救助成本、贷款方运用意会知识的好处以及进行再融资救助时的激励因素。该模型中借贷双方均为风险中性，债权人无法了解真实概率 P 只有估计值 EP ， R 为借贷利率。设 $\pi_G > D$ ， $\pi_G - N_B > D$ ， $\pi_B < D$ ，债权人的预期收益为：

$$D = D(1+R)^2 [EP^2 + 2EP(1-EP)] + \pi_B(1-EP)^2$$

$$D(1+R)^2 = \frac{D - \pi_B(1-EP)^2}{2EP - EP^2}$$

企业的预期收益为：

$$V = P^2 [\pi_G - D(1+R)^2] + 2P(1-P) [\pi_G - N_B - D(1+R)^2] + (1-P)^2 \cdot 0$$

将 $D(1+R)^2$ 代入上式，整理得：

$$V = [P^2 \pi_G + 2P(1-P)(\pi_G - N_B) + (1-P)^2 \pi_B - D] + [(D - \pi_B) \frac{2(EP - P) + (P^2 - EP^2)}{2EP - EP^2}]$$

后一项方括号表示的是因不对称信息引起的企业价值高/低估部分，该部分价值是否大于 0，取决于 EP 与 P 的比较，如果企业采取的是关系型融资，债权人依靠意会知识，降低了信息不对称程度，使 $EP \approx P$ ，则被误估计的价值也约等于 0。很

直观地说明了意会知识的重要作用。

债权人在什么样的情况下，会对经营状况不佳的企业进行再融资，若债权人进行不救助，他在时期 2 将获得无风险利润 D_r (r 为无风险利率)，若债权人受激励进行救助，需满足下式：

$$\frac{\delta}{1-\delta} (\pi_G - N_B) - D \geq \frac{\delta}{1-\delta} D_r$$

不等式左边表示进行救助时收益折现值，右边表示不进行救助时债权人折现值。当下式成立时，构成一个子博弈精炼均衡：

$$\delta \geq \frac{D}{\pi_G - N_B + D(1-r)}$$

由于债权人充分利用了意会知识，故折现因子与信息不对称无关，无风险利率越低，折现因子越小，债权人越有激励救助，因为机会成本降低，对未来收益预期越高 (π_G 越大)，救助的激励越大，这里有部分非理性因素在内，因为对未来预期是从最佳结果来看的，这解释了在互联网投资高潮时为什么许多网站没有盈利，大把烧钱，还能融到大笔资金，大家都被“雅虎”、“亚马逊”的神话所鼓舞 (π_G 很大)。另外救助成本大，则救助激励小，这是一个非常直观的结果。

综上所述，中小企业在融资过程中因分工协调失灵产生内生交易费用，内生交易费用造成的福利损失表现为资金借贷双方因信息不对称而对企业价值估价不一致 (EP 与 P 不一致)。为减少对中小企业估值的不准确程度，尽可能使 $EP \approx P$ 只能从降低内生交易费用着手。众所周知，这会产生降低内生交易费用和增加外生交易费用的两难冲突。获取意会知识的成本也是外生交易费用的一部分，当意会知识被再次使用时就如同软件的复制，其成本很小，这就在很大程度上解决了内生交易和

外生交易费用的两难冲突。

这一点对于银行从事中小企业贷款业务而言，有着更为明显的好处。根据徐洪水（2001）的调查，中小企业贷款频率是大企业的 5 倍，而平均贷款数量仅仅是大企业的 0.5%，银行对中小企业贷款的信息成本和管理成本是大企业的 5~8 倍。上述信息成本和管理成本根据杨小凯的理论则是内生交易费用和外生交易费用，银行对一家刚刚建立借贷关系的中小企业发放贷款，为了防止道德风险，要对这一家企业进行资信调查，甚至介入企业生产、经营环节。由于中小企业信息不对称问题比大企业严重，银行为最大限度地降低内生交易费用，其外生交易费用必然有大幅度提高，这是相关成本高出大企业数倍的根本原因。当银行获得有关这家企业的“意会型知识”后，从事再贷款或对类似企业贷款时，应该说其内生交易费用和外生交易费用都会下降很多，外生交易费用多为发放贷款例行手续的费用。因此银行进行中小企业贷款，关键在于充分利用“意会型知识”，意会型知识的多次使用并不会增加成本，反而会摊薄前期银行付出的交易成本。中小企业贷款证券化就能使银行达到上述目的。如果单纯从贷款集中度，资本充足率、流动性等考虑，银行可采用贷款出售的方式，但有可能失去原有客户。而采用中小企业贷款化的方法，贷款银行在贷款售后，将继续承担贷款组合的管理、服务职能，仍然保持与原客户的关系。原来的贷款银行可以专注于对借款人进行信用分析和对贷款进行架构和发放，充分利用其在贷款过程中获得的意会型知识。同时，将不适合自身资本充足率、流动性等要求的贷款出售给愿意持这些资产的投资者，而银行依然能保持与贷款客户的良好关系。从交易过程来看，中小企业贷款证券化的交易环节增加，参与方也比一般融资多，原来的利润分配会摊薄，但由于融资过程中的分工进一步加深，交易效率的提高，从整

体福利水平而言，这种融资创新还是帕累托改进。

五、结论

经济转轨时期的中小企业融资困难源于外生交易费用与分工好处的两难冲突，也有内生交易费用和分工好处的两难冲突。在企业由小到大的生命周期里，内部的分工协调也在不断的演进，融资方式也随着内生交易费用与外生交易费用的两难冲突而改变。从这一观点考虑中小企业融资问题，则可行的方法在于建立一个开放的经济体系，鼓励一切方向上的创新。为降低信息不对称程度，减少交易费用，关系型融资模式对纾解中小企业融资困难有较大的作用，并且无风险利率越低，未来收益预期越高，采用关系型融资模式的可能性也就越高。有观点认为间接融资有着制度缺陷以及其和直接融资存在着根本差别，本文与此观点相反，认为在引入融资创新如资产证券化时，由于意会型知识的应用，关系型融资模式下中小企业融资的贷款方更能获得融资分工深化所带来的好处。所谓间接融资和直接融资是融资分工演进过程中的两种形式，并无根本差别，优劣在于不同的情况下能否解决内生交易费用与外生交易费用的两难冲突。因此促进中小企业发展的各种方法，都只是提供一切的可能性，而不是意图达到何种预定目标，要限制自己对融资自发秩序的细节施加力量。即我们只应对该秩序的抽象特征而不是其具体细节施加力量。

参考文献

- [1] Flannery, Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice, *The Journal of Finance* 1986, Vol.,

XLL, 19 – 37.

- [2] **Barclay and Smith, Jr.**, 1995a, The Maturity Structure of Corporate Debt, *The Journal of Finance Vol. L*, 609 – 631.
- [3] **Barclay and Smith, Jr.**, 1995b, The Priority Structure of Corporate Liabilities, *The Journal of Finance Vol. L*, 899 – 917.
- [4] 杨小凯、张永生《新兴古典经济学和超边际分析》，中国人民大学出版社，2000。
- [5] 青木昌彦《比较制度分析》中文版，上海远东出版社，2001。
- [6] 陈晓红《中小企业融资》，经济科学出版社，2000。
- [7] 陈晓红、刘剑《我国中小企业服务体系现状及其对策问题研究》，《金融与保险》2002年第1期。
- [8] 哈耶克《通向奴役的道路》中译本，商务印书馆，1962。
- [9] 徐洪水《金融缺口和交易成本最小化：中小企业融资难题的成因与政策路径》，《金融研究》2001年第11期。

融资方式的影响因素： 长沙地区中小企业融 资结构的实证检验

一、引言

现代资本结构理论的代表人物 Myers 认为信息不对称现象是由于企业所有权与经营权分离所致，管理者（内部人）比投资者（外部人）更了解企业收益和投资项目的真实情况，而外部人只能通过企业的融资决策、融资结构等方面来了解企业的情况。由于外部人对企业的评价只能取预期值，因而企业资产会出现定价错误（mispriced）。若企业需对投资项目进行融资，对好企业而言，股权融资必然会被低估，投资收益则大部分由新股东获得，从旧股东利益出发，管理者有可能为避免稀释股权而放弃或者寻求价值不被低估的融资方式如企业内部积累或举债。则企业对融资方式的偏好程度由大到小排列依次为企业内部积累、债务、股权，这就是 Myers 优序（pecking or-