

从金融向实体：流动性风险的 微观传染机制与防范手段*

——基于中小企业融资担保行业的多案例研究

谭智佳 张启路 朱武祥 李浩然

摘要：经济下行期，风险传染效应对经济冲击的催化作用对我国金融体系带来挑战。现有研究忽略了从银行、担保等金融机构向实体企业的流动性风险传染渠道及其放大、加速效应，少有对此的防范机制与政策建议。本文基于我国10家中小企业融资担保机构或组织的不同风险管理模式与稳定性，探究流动性风险的微观传染机制及管理策略。研究发现：流动性风险可以通过交易关系传染；从金融机构向实体企业的风险传染效应是存在的；途经金融机构的风险传染存在特殊的扩大、加剧、加速效应。有效应对手段包括行为风险抑制策略和经营风险管理策略。前者包括寻找相关的风险分担方和及时处置不良资产，后者包括平衡谈判地位和收益风险配置、构建经营大数据预警体系。本文丰富了风险传染理论，对融资担保业金融创新的实践和监管亦有贡献。

关键词：中小企业 融资担保 风险传染 风险管理 案例研究

DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2022.0037

一、引言

金融体系的核心功能是有有效配置资金和风险(林毅夫等,2009)。2008年金融危机凸显了经济系统、金融体系抗风险能力的缺陷。此后企业间的紧密关系对系统性风险的催化、放大作用被学界关注(方意,2016)。党的十九大提出“健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线”(习近平,2017)。2020年新冠肺炎疫情下,我国面临的挑战更是前所未有,大量企业遭遇流动性困境、财务危机(朱武祥等,2020)。下行期中单个企业的危机、违约、破产是自然现象,但如何避免初始违约企业“一传十、十传百”,波及正常经营的企业,是对我国金融体系稳定性的考验。

我国中小企业融资担保行业曾多次爆发严重的风险传染事故。过去20年内,我国大力发展中小企业融资担保体系,以帮助中小企业增信获贷。担保机构按股东背景和经营导向主要分为政策性、商业性和互助性3类^①。基础的银担企交易结构如图1所示,担保方承诺在债务人违约时向债权人代为偿付。但在“2%保费,100%代偿”的盈利模式下,担保业务很难存续。根据中国融资担保业协会数据,担保机构担保业务综合费率仅为1.22%,而行业当年代偿率却达到2.69%。于是,担保机构常同时依规开展占比较高的投资类业务,甚至有少数机构违规从事高风险投资活动,埋下风险隐患。加之商业担保机构大多规模小,抗风险能力低,初衷是帮中小企业分担风险的担保机制可能反而成为风险传染机制。

我国中小企业融资担保行业具有明显的风险传染特征。现有担保体系不仅没能显著缓解中小企业融资难题(刘畅等,2020),反而在2008年、2011年、2015年三轮商业担保违约潮中波及数以百计本可正常经营的中小企业。此外,我国中小企业融资担保行业还有3点特殊性。一是其特殊的行业结构演进过程。西方融资

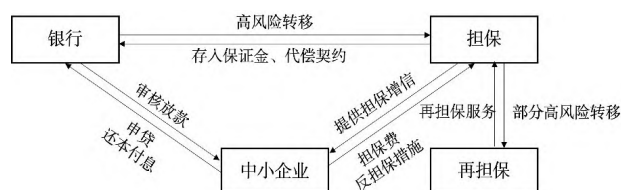


图1 银担企基础交易模式图

资料来源:根据访谈资料整理。

*感谢中国企业管理案例与质性研究论坛(2020)点评人给予认真、严谨的评审与建议,文责自负。李浩然为本文通讯作者。

担保长期以互助性担保、政策性担保和信用违约互换三大业态为主 (Taghizadeh-Hesary et al., 2021)。而我国融资担保业中,商业性担保经历了2011年前的激增和之后大量破产注销,仍然占比最高,政策性担保则一直稳定增长(如图2),适合分类对照研究。二是中小企业融资担保交易关系兼具网络复杂性和金融放大作用。加之中小企业和碎片化的商业性担保抗风险能力弱,更可能出现易于观测的风险传染效应。三是宽松监管和超大基数,使行业中更可能表现出多样的风控模式和多样的结果。经过3轮违约潮冲击,本文同时观察到违约破产和成功上市的商业性担保,稳定行业和扰乱行业的政策性担保,共担风险和加剧风险的互助性担保。这些多样性有助于定性比较分析。

在担保行业演进过程中,本文观察到大量无直接交易关系、不属于同一行业或同一产业链的企业同时陷入流动性困境的现象。这无法被已有的风险传染机制研究充分解释。此外,我国担保业特殊的结构性变化也与传统理论预期相悖。本文通过回答两个问题解决上述局限:流动性风险微观上如何在我国融资担保交易关系中传染?如何有效抑制这种风险传染效应?本文选取了10个典型案例,基于风险传染理论探究流动性风险在交易主体间传染的微观机制。本文还总结了抑制风险传染的一般方法,为金融中介的金融创新和相关部门的监管引导提供借鉴。本文技术路线如图3。

二、文献综述

(一)企业间关系与风险传染:机制、后果与防范手段

已有研究主要关注两个风险传染机制,如图4上部所示。一是信息溢出机制。初始违约企业流动性危机现象传递了不利信息,通过信息溢出效应 (Lee, 1998)和抛售导致的持有资产折价(方意、黄丽灵,2019)向其他企业传染风险。此机制可解释一批持有同类资产的金融机构或同业实体企业同时陷入流动性困境的传染现象。二是交易对手机制(Allen and Gale, 2000)。交易对手的风险会增加自身风险(Jarrow and Yu, 2001)。现有研究揭示了企业流动性风险会向上游供应商、企业债权人或收益权所有人等交易对手单向传递^②。此机制下,一小部分机构或地区的危机会逐步沿这种单向交易关系扩散到其他机构或地区。

信息溢出机制下风险传染效应的测度与防范研究硕果累累(刘莹、彭玉磊,2019;Cont and Schaanning,

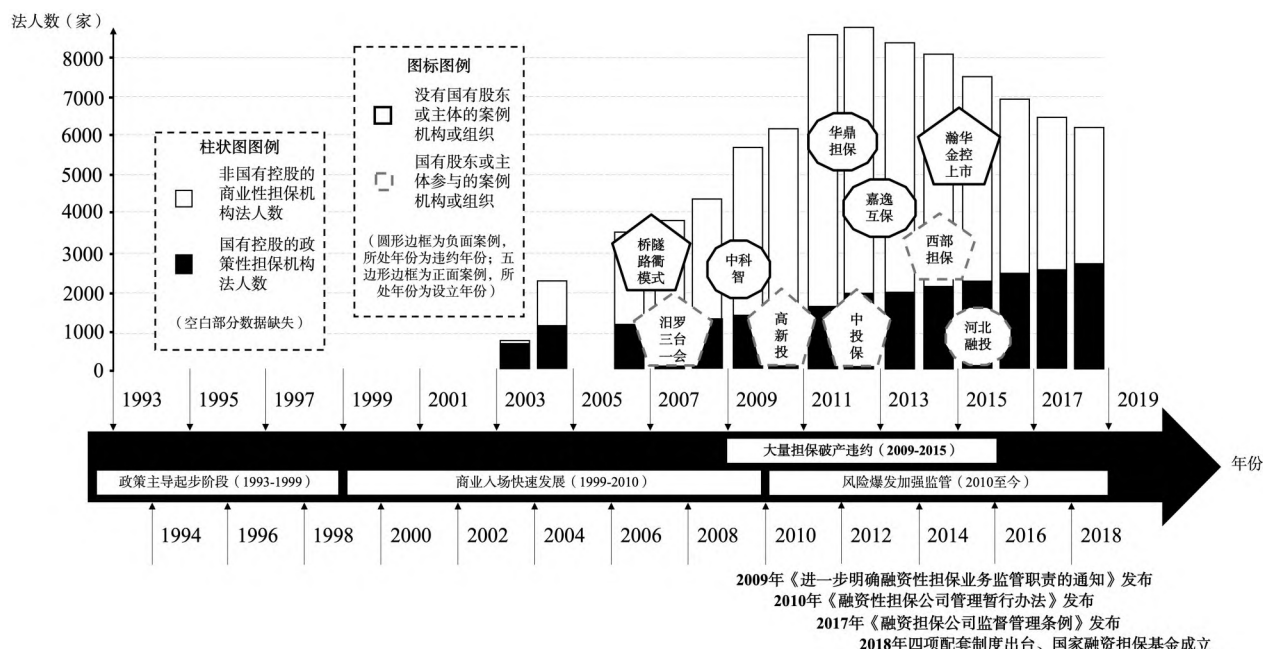


图2 1993~2019年我国融资担保行业演进历程与代表案例关系

注:图中将担保业发展分成了3个阶段,担保违约潮发生在2008年、2011年、2015年附近。随着2008年以来担保违约事件频频发生,多项担保业监管调控政策陆续颁布,图中将具有标志性的4项政策列在右下角。此外,图中还展示了10个案例的时间分布,读者可对照行业环境和演进有所了解。

数据来源:担保机构法人人数数据来自中国银保监会;案例机构或组织数据根据访谈资料整理。

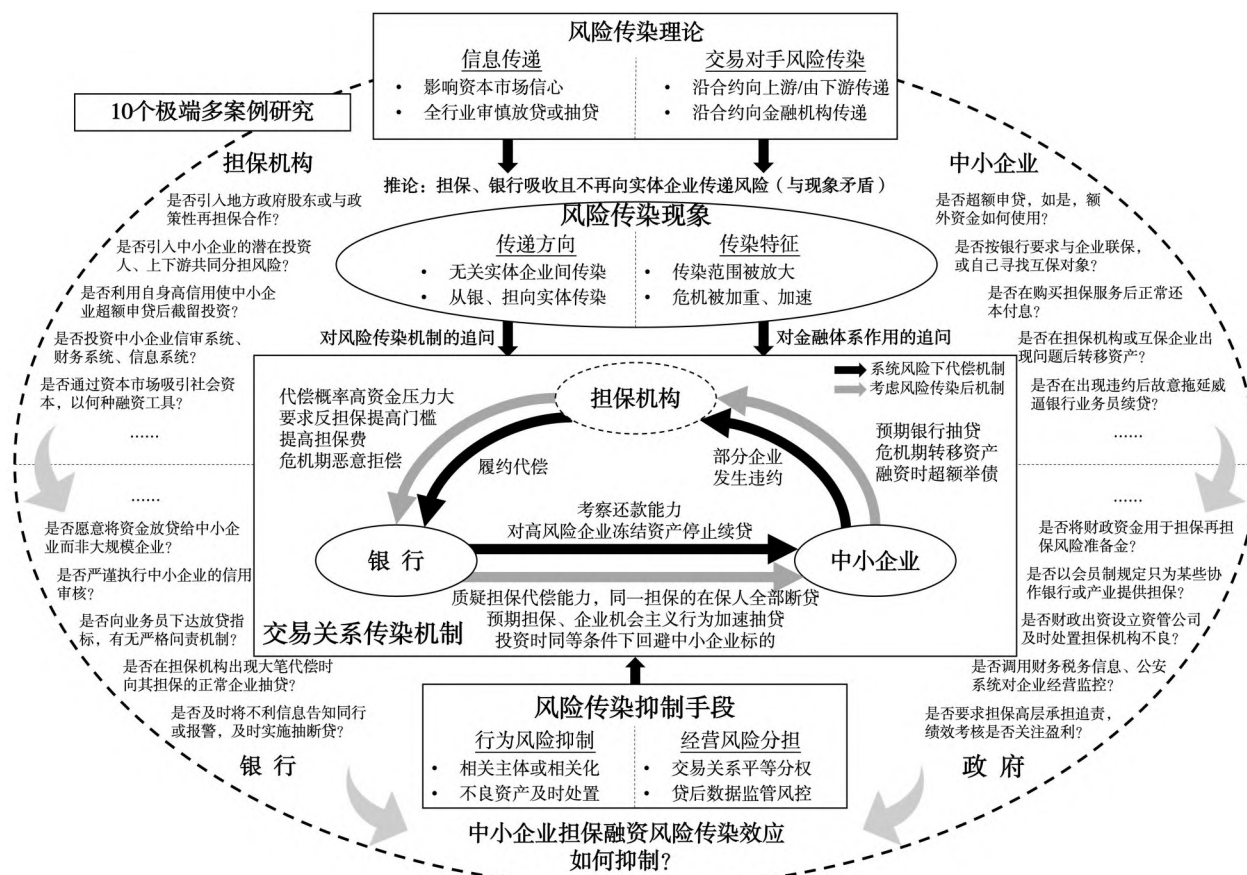


图3 本文技术路线图

注:实线部分是正文行文逻辑。虚线圆内部分是全文涉及的银、担、政、企四主体的主要选择与行为,显著影响风险传染后果,这些动机、行为也是本文的主要调研问题。

2019),而近年来大量实证表明交易对手机制逐渐占据主导地位(Hertzel et al., 2008)。现有交易对手机制研究按企业性质分类讨论风险传染效应(Jorion and Zhang, 2009),揭示了沿产业链的实体企业向实体企业(Jia et al., 2013)、沿信贷关系的实体企业向金融机构(Ivashina et al., 2016)、沿银行间市场借贷关系的金融机构之间(Acemoglu et al., 2015)的风险传染,但忽略了金融机构也可能向实体企业传染风险。

也就是说,现有交易对手机制下,金融体系被认为可以吸收流动性风险并隔断其进一步向实体经济扩散,金融中介能分散投资消化风险(Gorton and Winton, 2003)。但在担保违约潮中,初始违约并未在传向金融机构后止步,风险反而通过其发散网络传向大量无关的实体企业,使大量中小企业先后陷入流动性困境。它们相互之间既不是同业或持有同类资产的企业(不被相同信息波及),又不存在上游交易关系、互保关系(不是向上游或向债权人、或有债权人传染)。它们有的被一家银行或担保机构直接串联,更大一部分是被多个、多种被认为可以隔离风险传染的金融机构联结。这种风险传染现象无法被已有文献解释,是企业间风险传染机制的

理论缺口。图4展示了流动性风险传染机制已有文献与本文贡献。图例显示，实线箭头为已被文献揭示的传染方向，虚线箭头为未被揭示的传染方向。已有研究包括：信息溢出机制(Lee, 1998)指向‘同业企业 金融机构间’；已有交易对手机制(Allen and Gale, 2000)指向‘向上游企业 向债权人’。本文贡献在于揭示了‘银行’、‘担保机构’、‘其他借款企业’、‘其他在保企业’之间的复杂传染机制，特别是‘续贷权抽贷权’、‘诉讼权、断贷权、抽贷权等条款’以及‘代偿关系追诉权条款’。图4还指出，‘而“无关”企业：既非同业或持有同类资产，又无法通过上游交易关系或债权、或有债权关系单向联结’以及‘此三者“无关”风险却从危机企业迅速扩散至其他企业’是现有文献未能解释的理论缺口。

图4 流动性风险传染机制已有文献与本文贡献

理论缺口,如图4下部所示。

对于风险传染防范手段,现有研究主要有4点局限。首先,现有风险传染研究对实体企业、流动性风险、中小企业的关注极少,侧重于金融机构间、深度财务危机和上市规模企业,对于探究主导我国经济发展的中小企业(Taghizadeh-Hesary et al., 2021)当下普遍面临的流动性风险的指导意义有限。其次,多数防范措施建议完善制度环境(叶茜茜, 2016; 曹廷求、刘海明, 2016),很难立竿见影,短期更可能见效的第三方担保机制(王志诚、周春生, 2006)也并非总是有效(吴宝等, 2011),应细化研究。再次,现有研究常假定经营风险外生(张一林等, 2019),主体的行为风险完全被激励相容解决(Csoka and Herings, 2014)。他们忽视了经营风险和行为风险是可以作为内生因素,通过交易设计影响风险传染的。最后,鲜有研究从微观交易视角描述风险传染机制和抑制手段。在讨论如何通过监管约束机构行为时,微观描述主体动机、行为和后果,与大样本实证和抽象理论模型研究同样重要(Santos, 2006)。

实践中,有一些风险管理标准或指引可供企业参考^③,不过这些文件也存在局限:首先,国内标准只在上市公司范围内推行,应用范围较小;其次,文件重在风控流程框架的全面性,但管理风险的方法原理论述相对粗放;第三,现行指南均在既定商业模式下探讨风控,并未涉及交易前通过改变交易主体或合约的风控措施;第四,忽视了时间维度上风险可变,因此并未强调应对措施的及时性;第五,对风险传染效应的防范讨论少,仅在风险识别阶段提及“应包括级联效应”,而在风险分析评价和应对阶段却并无特定防范传染效应的方法。

(二)金融加速器理论:与风险传染理论的宏观预测相悖

大量实体企业被商业担保波及违约的案例能被金融加速器理论部分解释。Bernanke等(1999)率先指出信贷市场的失效可能放大经济波动。信贷杠杆的放大作用下,银行基于企业净资产、持有土地(Kiyotaki and Moore, 1997)、房产(梅冬州等, 2018)、抵押物(孟宪春等, 2020)等价值提供贷款,任何导致上述资产贬值的冲击,都会因财务杠杆、银行信贷政策使企业融资能力进一步贬值。此外,在逐利避险特征、顺周期的风险感知下,银行降低资本金、提高风险资产配置等主动风险承担行为(Borio and Zhu, 2012)进一步加剧了金融加速器效应(方意等, 2012)。

现有金融加速器理论主要阐释了金融杠杆“放大”经济冲击的作用,并未体现出“加速”特征。银行的行为仅是基于企业资产价值决定贷款利率和在“1期末”收回本息。在银行不存在信贷决策风险的基础假设下(Minsky, 1975; Bernanke et al., 1999),企业债务危机被归咎于企业家上行期的激进和无知(贾鹏飞等, 2021),银行责任不大。银行在下行期的立即抽资行为并未被现有加速器分析框架考虑,企业贷款突然到期、高确定性续贷被断、本无初始负面冲击的正常企业受交易关系波及被抽资、流动性突然枯竭的现象在模型中无法体现。信贷机构避险的过度反应下,银行出乎企业意料的在“0.5期”抽资导致其流动性突然枯竭,这对正常经营不会储备大量现金的企业更为致命,但已有文献对此“加速”效应的揭示还不充分。

此外,金融加速器理论与风险传染理论在对宏观现象的预测上矛盾。金融加速器理论下,原始冲击会被信贷市场放大,导致高于原始影响的实际违约。而风险传染理论下金融体系能吸收、隔离风险,因此金融体系不会导致原始冲击波及更多实体企业。本文案例观察到的现象与金融加速器预测相符,与风险传染理论预测相悖。这反映了风险传染理论尚待完善。

(三)我国融资担保网络中的风险传染效应研究

1999年以来,融资担保体系逐步构建,但并未显著缓解中小企业融资难(刘畅等, 2020),甚至在经济下行期出现明显的风险传染效应,波及大量正常经营企业(吴宝等, 2011)。主流信息不对称理论对此的解释并不充分。信息不对称程度随科技进步持续下降。但我国2008年(黄宪、吴克保, 2009)、2011年和2015年(刘畅等, 2020)的3次中小企业信贷市场和商业性担保机构的萎缩却是突然、剧烈的。此外,我国担保业结构性变化特征也与主流文献预期相悖。担保机构随着风控技术、信息化程度的提高本应总体上稳定增长。事实上,商业性担保出现过3轮集中的违约潮,更可能利用产业集群信息优势(郝蕾、郭曦, 2005)的互助性担保并未获得长足发展。反而是缺乏信息和效率的政策性担保一直稳定增长,政府干预(郝蕾、郭曦, 2005)和隐性担保

(马文涛、马草原,2018)问题并未限制其发展。本文的切入点,风险传染理论,对上述现象有更强的解释力。

一些严谨的担保网络研究重在证明担保关系中风险传染现象的存在性。本文与之差异有5个。一是理论框架差异。以往文献多基于社会网络关系理论论证网络的潜在负面效应(吴宝等,2011;姚铮等,2013),对风险传染理论的贡献少。二是传染载体差异。现有实证文章多讨论企业负面业绩冲击的传染效应(曹廷求、刘海明,2016;刘海明等,2016),而非本文关注的流动性风险。三是视角差异。已有研究对传染机制的描述多聚焦于借款方、交易后,而本文则考察银担企三方、交易前中后三期对风险传染效应的影响。四是借款公司特征差异。限于数据可得性,已有担保网络关系研究常以上市公司为主(刘海明等,2016),而本文关注相对于资金方更弱势的中小规模企业。最后,已有研究对担保机构仅细化至商业、政策、互助3类,缺少对同类担保机构的异质性分析。它们无法解释为何商业性担保下同时存在华鼎丑闻和全国最大综合型普惠金融集团瀚华金控,为何政策性担保下同时存在违约案中涉资最大、损失最大的河北融投和孵化超300家中小企业成功上市的高新投,为何互助性担保下同时存在波及百家企业百亿债务的嘉逸互保案和带动地方产业在金融危机期逆势增长的汨罗“三台一会”模式。这使得已有研究对融资担保行业准入机制和金融创新的监管建议比较粗放,需要细化和修正。

三、研究方法与设计

(一)研究方法

本文选取多案例研究方法,原因有三。首先,为了更精准地归纳流动性风险在融资担保网络关系中的传染机制、探究不同融资担保风控模式对交易关系稳定性的影响,多案例研究方法具备适用性(Eisenhardt,1989)。其次,本文研究对象是融资担保交易的构建与维持,是具有情景化特征的构念。案例研究法在微观洞察典型案例中主体动机、行为和后果间的因果关系方面最具优势(Eisenhardt,1989)。最后,本文旨在探讨“流动性风险如何在担保融资关系中传染、如何有效抑制风险传染”这两个“如何”的问题,证明“存在从金融机构向实体企业这一风险传染方向”的“存在性”问题。真实案例的存在和多案例间的重复验证有助于证明现象的“存在”和研究“如何”的机制(王扬眉等,2020;Zuzul and Tripsas,2020)。研究对象与问题共同决定了本文应采用多案例研究法。

(二)理论抽样与案例企业背景简介

本文在中国融资担保行业中选取了10个代表案例。它们均是具有明显风险传染或风险抑制表征的融资担保机构或组织。2014年以来受中国融资担保业协会支持,34家担保机构或组织愿意接受调研。为了研究的严谨性,本文运用如下标准筛选出其中10个代表案例。

第一,案例典型性。首先,所选案例机构须主营中小企业的担保融资业务,且业务规模应曾经或目前处于国内领先水平。其次,考虑本文研究问题是风险传染机制与管理手段,所选案例应在行业或经济下行期出现了显著的风险传染后果,或者应多次顺利渡过冲击。最后,优先选择极具典型性,即盛极而衰、后来居上、一直领先或转危为安的案例。第二,案例可比性和多样性。按照两级设计原则和等结果设计原则(毛基业、陈诚,2017),本文按惯例分商业性、政策性和互助性三大类担保机构(郝蕾、郭曦,2005),尽量控制地区、时期、股东背景、下行冲击差异,在3类机构中挑选风险管理模式更具多样性的案例。多样性包括担保机构股东背景、银行是否承担实质风险、是否引入政府或第四方分担风险及分担方式、是否涉及资产处置机制等。第三,案例完整性。确保案例当事人至少一人(银担企中该笔担保融资业务的负责人)能参与访谈与后续信息核实。

运用以上标准,本文最终选定10个案例机构。对剩下的24家机构进行理论检验后,并无新构念产生,理论饱和度得到检验。本文将上述10个案例从A到J命名,并将案例基础信息和简介展示于表1。

(三)调研过程与访谈对象

1. 访谈提纲准备

访谈前,研究员针对担保机构负责人(政策性担保机构领导通常同时是政府机构官员)、银行客户经理、借

款企业主、行业协会成员等对象设计调研问题。问题借鉴了商业模式相关理论(魏炜等,2012),聚焦于交易前交易对手的搜索和相关主体的关键资源能力与需求、交易合同签订内容(各方权利与义务、潜在的风险与风险控制方式)、交易后监管方式及实际发生的或有风险(参见图3圈内示例问题)。访谈采用半结构化的方式,引导受访人聊天式叙述,鼓励其反思交易过程中风险管理策略的经验教训。访谈后对方还会提供一些相关内部资料,研究员还可能进行补访,最终在受访人确认后形成文字记录。

2. 数据收集

为了保证研究的信度和效度,研究数据来源于半结构化访谈、档案资料和二手资料。首先是半结构化访谈,研究员对10家案例机构或组织的17名关键人物进行了25场半结构化访谈,时长在0.5~2.5小时不等。其中对西部担保的董事长兼总经理、副总经理、综合部部长进行了纵贯2015~2020年的多次调研。其他9个案例的访谈分布在2014~2018年。档案材料方面,本文参考Zuzul和Tripsas(2020)的做法,除了10家案例企业提供的共计50份内部资料外,还收集了高层公开讲演稿件(N=75)和公司公告或民事裁决(WIND和北大法宝,N=208)共计283份档案资料。最后是二手资料,包括企业官网对业务模式、发展史和代表项目的介绍,期刊文章(中国知网,N=98)和主流财经媒体资讯(今日头条财经、新浪财经、搜狐财经、网易财经、腾讯财经和WIND资

表1 样本案例基础信息与始末简介

案例编码	所属案例	主体性质	担保方注册资本	成立年份	破产/危机年份	存续状态	案例始末简介	波及范围	案例极端性	金融创新/风险行为	
										突围路径	做法概述
A	中科智案	商业担保	30亿元	1999年	2009年	破产重组	我国第一家民营担保机构。2009年被爆涉嫌欺诈和财务造假,伪造壳公司骗取银行贷款、挪用资金粉饰业绩,赴港上市失败。后披露12亿元巨亏,或因挪用贷款资金用于其他投资。银行拒绝中科智提供的贷款担保,贷款企业恶意延迟偿债,高管雇员纷纷辞职,穆迪连续3次下调中科智高级无抵押债券评级,最终破产重组。	在保余额138亿,波及900+家企业	盛极而衰	提高盈利	壳公司骗贷、挪用资金投资房地产
B	华鼎创富案	商业担保	20亿元	2003年	2012年	破产重组	曾是我国规模最大的商业担保机构。2006年起要求借款企业支付本该由担保缴纳的银行保证金。2010年起对业务员提出“3+1”(后变“1+1”)标准,即办理3笔担保业务必须配套销售1套理财服务。后变为借款企业需向两家银行申贷,其中一笔购买担保方提供的年息13%~20%理财产品。资金被投向房市股市和用于收购,后投资失利。涉嫌违规操作,超额收取企业保证金、并截留多至50%~80%企业贷款,后破产重组。影响恶劣,引起多家银行陆续宣布暂停与民营担保业务合作。	在保余额84亿,波及1200家企业	盛极而衰	提高盈利	强制配售理财产品滞留企业贷款、用于房地产投资兼并收购
C	中新力合“桥隧模式”	商业担保	12亿元	2004年	2019年	失信被执行人	曾是浙江省最大的民营担保机构。2007年创新提出“桥隧模式”,即引入银担企外第四方企业,在债务人逾期时行使期权注资购买债务人股权。模式适用于优质中小企业早期不愿股权融资或期望估值极高,但在财务危机期又愿意低价获得注资的交易需求。担保机构在逾期时先行代偿后获得过桥收益。担保机构为初创企业驾起通往银行贷款的桥梁、通往资本市场的隧道,称为桥隧模式,迅速受到政府支持和推广。后衍生出路衢模式,面向政策扶持产业少数优秀企业,由相关行业投资机构(劣后)、地方政府财政资金、银行及社会公众共同设立集合债权信托,向多家企业构成的资产包提供贷款,担保公司为财政资金、社会公众资金和银行提供担保。	不适用	后来居上	降低风险	引入第四方风投或借款人上下游分担风险
D	瀚华金控信用担保模式	商业担保	30亿元	2004年	不适用	港交所上市	我国首家上市的民营担保机构,基于长期担保业务经验和数据系统,建立了完善的信用评级机制。根据企业盈利状况、持续经营能力、品牌信誉、实控人个人资产,以“信用无抵押”方式为企业担保和放贷。并通过“瀚华云”财务管理系统和“瀚华通”小额贷款平台为企业提供IT信息服务获得真实数据,提供管理咨询意见和个性化金融产品。上市后引入民间资本,减小瀚华金控资金压力。致力于构建中小企业股权、债权、资产交易平台,让债权和股权按企业需要自由置换,提出“只要收益覆盖风险,股权投资收益还是借款利息收益、‘债转股’还是‘股转债’,都可以,核心是让经营困难的优质企业活下去”。	不适用	一直领先	降低风险	信用无抵押担保、信息系统、个性化服务、上市引资
E	中投保钢贸危机事件	政策担保	45亿元	1993年	2013年	正常经营	我国第一家担保机构,扩张激进,放大倍数一度达到17.9倍。2013年受钢贸行业影响发生17.5亿元代偿逾期。违约企业的反担保资产往往是原材料、设备等动产,银行不接受的已被抵押过的房产,或关联方担保。在行业不景气时代偿款能否追回存疑,被联合资信列入信用评级观察名单。后得益于大股东国家开发投资公司注资,渡过流动性困境。期间其他在保企业并未受银行抽贷。	17.5亿违约代偿	转危为安	降低风险	激进扩张、超大放大倍数、大股东救济

续表 1

案例 编码	所属案 例	主体 性质	担保方 注册资 本	成立 年份	破产/危 机年份	存 续 状 态	案例始末简介	波及范围	案例极 端性	金融创新/ 风险行为	
										突 围 路 径	做 法 概 述
F	河北融 投案	政策担 保	45亿元	2007年	2015年	破 产 重 组	河北融投是河北最大、中国第二大担保公司,是省级大型国有企业持股的政策性担保机构,且长期信用评级AA+。每年获得省财政2亿元注资,为多个房地产项目、相关金融机构、P2P平台提供担保承诺。后地产行业调控,银行、金融机构、个人投资者资金收紧,河北融投资金压力提高。为避免大量代偿影响时任领导政绩,河北融投主动为即将到期的贷款企业向民间机构借款提供担保,并积极引入民间资金、争取财政注资。2014年下半年被爆庞氏骗局的海沧资本引起河北融投第一笔大额代偿,随后陆续多笔违约出现,河北融投面临大量即将到期的或有代偿。河北省国资委发文暂停河北融投全部业务,最终由省政府组织成立省资产管理公司进行救济重组。	涉案金额 550亿, 损失超 50亿	盛 极 而 衰	降 低 风 险	激 进 扩 张、 高 风 险 项 目 主 动 续 保 避 免 不 良
G	高新投 “担保 换期 权”模 式	政策担 保	35亿元	1994年	不 适 用	正 常 经 营	1994年由深证市委、市政府发起设立。2000年创新提出“担保换期权”,主要面向深圳高新技术中小企业,在为其提供担保服务时同时获得一定比例期权(一般占总股本1%~10%),未来可由企业回购或行权购股。至今已围绕科技型中小企业融资需求形成全周期投融资服务平台,提供包括融资担保、小额贷款、商业保理等金融服务,支持了华为、比亚迪等知名企业成长,扶持超300家企业境内外上市,并获得高收益。	不 适 用	一 直 领 先	提 高 盈 利	担 保 换 期 权、知 识 产 权 资 产 支 持 计 划
H	西部担 保“零 保证 金”模 式	政策担 保	46亿元	2014年	不 适 用	正 常 经 营	为应对经济下行,银川市政府利用银川金控平台的强大资源设立西部担保。在西部担保提供担保同时,金控平台上产业基金股权投资借款企业,投资周期覆盖贷款周期,银行因此接受担保公司交纳“0保证金”担保贷款。西担可调用政府数据、公安体系随时更新企业经营和财务信息、实控人状态,及时控制关键人物和资产。还可利用平台资管公司及时处置不良资产,避免西部担保信用降低。同时政府利用公信促使银行对正常经营企业续贷,由金控平台低息满足企业过桥贷需求。这种政府引导的银担企融资模式体现出稳定性和发展潜力。	不 适 用	后 来 居 上	降 低 风 险	金 控 平 台 投 保 联 动、 不 良 资 产 处 置、公 安 体 系 监 控
I	嘉逸互 保案	互 助 担 保	不 适 用	2009年	2012年	大 面 积 危 机	金融危机后经济刺激政策下银行积极放贷,引导企业通过互保联保增信。2011年前后浙江实体经济民营企业含有互保联保增信的贷款占总贷款融资近七成。后来天煜建设非法集资立案,与之存在互保关系的嘉逸集团十余天内被八家银行抽贷发生1.2亿元逾期。通过互保关系接着导致家具业地方龙头荣事集团、化工业康辉铜业、纺织业输配电业虎牌控股同样在几天内被十多家银行相继抽贷发生逾期。最终由地方政府设立转贷基金并引导银行续贷、企业还款,得到缓解。	牵 动 6 套 联 保 体 系、 波 及 百 家 企 业、 百 亿 债 务	盛 极 而 衰	被 动 交 易	银 行 撮 合 联 保 放 贷、 危 机 急 速 抽 贷
J	汨罗再 生能 源业“ 三台 一会” 模式	互 助+ 政 策	不 适 用	2005年	不 适 用	地 方 经 济 增 长	2000年汨罗再生资源加工产业出现高速发展势头。政府牵头成立汨罗市会计咨询服务公司,提供外部记账,设立金融合作办、信贷资金监督小组和担保贷款监督小组。由政府兜底担保,引入国开行,再加上9家龙头企业组成的汨罗市再生资源行业信用协会、出资成立的资管公司,构建起行业信用协会、政府管理平台、互助担保平台和融资平台的“三台一会”体系。顺利渡过2008年金融危机,无一笔逾期和代偿。2004~2009年政府从再生资源行业获得了3700万元到6.7亿元的税收收入增长,行业内一般纳税人从20家增加到240家,总产值从10多亿元增至80多亿元,全行业就业人数突破4万人。	不 适 用	后 来 居 上	降 低 风 险	政 府 兜 底 担 保、 行 业 龙 头 审 批 推 荐、 小 规 模 预 存 款 互 助 担 保 基 金

注:34个受访案例均已被编写成了教学案例,模式的起步、迭代、成熟或灭亡在其中都有描述。在此受篇幅所限,本文只能将10个代表案例始末简要列示在表1中,不影响读者理解后文。此外,由于案例中银行和中小企业数量众多且与市场一般情景无显著区别,表中仅展示了担保机构的基本特征。a.中新力合子公司鑫合汇在2019年爆发非法集资案,此前一直作为融资担保行业标杆,本文主要研究中新力合的桥隧模式和路衢模式,鑫合汇事件虽有担保方利益分配不均的部分原因,但背后有复杂的与风险管理无关的原因,在此不做讨论。

讯,N=606)的相关资料。3种来源的信息互为三角验证(Scandura and Williams, 2000),有助于避免主观访谈的回顾性偏差(张骁、胡丽娜,2013)。调研资料详情见表2。

(四)数据编码与数据分析

参考王扬眉(2019)的数据处理程序,本文对访谈记录进行编码分析。存在争议的概念范畴在中国融资担保业协会部分成员单位或受访担保机构高层的意见下修订。第一步是开放式编码。在排除与风险传染话题无关的内容后,6名编码人员独立对原始文本或语句进行标记,共得到947条原始证据。对原始证据进行归纳分类后得到66种情景,再进一步总结成14个范畴(详见表3)。第二步是主轴编码。从银担企融资担保模式中流动性风险传染机制与管理策略的研究问题出发,本文根据范畴间逻辑关系,归纳出5个主范畴(详见表3)。第三步是选择式编码。在主范畴及范畴间逻辑关系基础上,本文确定两个核心范畴,即“流动性风险传染机

从金融向实体:流动性风险的微观传染机制与防范手段

经济学

制”和“流动性风险传染抑制策略”。

表3中展示了全文的逻辑架构。后文会围绕两个核心范畴展开。第四节中本文描述中小企业融资担保网络中流动性风险传染机制,提出新的风险传染方向及其特征,并通过多案例重复验证。第五节中本文总结通过交易设计管理流动性风险的两个策略,并结合跨案例比较验证方法的有效性。最后一节中本文根据四、五节论点,对金融监管提出政策建议。

表2 样本案例调研资料统计

案例编码	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
二手资料	期刊文章(J)	11	12	18	8	2	12	9	13	4
	新闻资讯(N)	37	83	77	62	40	206	41	22	6
档案材料	公告或判决书(F)	5	97	30	25	32	7	12	0	0
	公开或内部讲演或采访(P)	8	7	11	21	3	4	5	3	9
	企业内部资料(IJ)	0	0	14	8	0	0	16	12	0
半结构化访谈(I)	次数	2	3	3	2	1	1	0	8	3
	受访人职务	董事长兼创始人	董事长兼创始人; 企业主	董事长兼创始人; 执行总裁	董事长兼创始人	董事长	企业主	不适用	董事长兼总经理; 总经理助理; 副总经理; 综合部部长	家具业商会副会长; 企业主; 某支行行长

表3 编码结构及范畴内涵界定

核心范畴	主范畴	二级编码	范畴内涵	一级编码
流动性风险传染机制	风险传染基础S	网络组织中的复杂性S1	融资担保网络结构复杂,影响范围大,而借款人和担保方常对自身所处担保贷款交易关系的信息不完备	网络组织中交易结构复杂S11 交易主体具有异质性S12 交易主体数量众多且规模分散S13 担保机构、借款企业的担保关系、借贷关系在相互间、与银行间存在信息不对称S14 借款企业对自身借贷、担保关系的局部信息S15
		网络组织中的歧视S2	网络组织中由于竞争、专用性资产导致不平等的主体谈判地位,如风险收益不匹配,影响组织稳定性和可持续性	存在分明的谈判地位高低次序即银行、担保、企业S21 中小企业融资难、借款可得性弱S22 担保机构低收益高风险不可持续S23
		网络组织中的集权S3	融资担保网络组织中银行往往占据绝对话语权和剩余分配权	银行具备绝对的话语权、有力的威胁和剩余分配权S31 银行获得低风险高收益S32 融资担保交易中银行获得明显占优的风控、选择权条款S33
	风险传染渠道T	中小企业的风险与传染T1	从中小企业出发、向另外两主体传染,以及风险传染渠道	中小企业经营不善时流动性风险通过担保代偿交易向担保方传染T11 中小企业经营不善时流动性风险通过借款交易向银行传染T12 中小企业经营不善时流动性风险通过供销交易向上下游企业传染T13 中小企业经营不善时流动性风险通过互保联保交易向对手企业传染T14 中小企业主动拒偿时流动性风险通过担保代偿交易向担保方传染T15 中小企业主动拒偿时流动性风险通过借款交易向银行传染T16
		担保机构的风险与传染T2	从担保机构出发、向另外两主体传染,以及风险传染渠道	担保机构风控不及时流动性风险通过担保代偿交易向银行传染T21 担保机构风控不及时流动性风险通过代偿追诉向借款企业传染导致诉讼破产T22 担保机构拒绝代偿时流动性风险通过担保代偿交易向银行传染T23 担保机构拒绝代偿时流动性风险通过银行诉讼向借款企业传染导致诉讼破产T24
		银行的风险与传染T3	从银行出发、向另外两主体传染,以及风险传染渠道	银行发生不良选择抽断压贷时流动性风险向中小企业传染T31 银行发生不良选择抽断压贷时流动性风险向担保机构传染T32 银行发生不良选择诉讼索偿时流动性风险向中小企业和担保机构传染T33
	风险传染主体交互的恶性循环后果L	损失扭曲主体行为L1	主要指风险传染的直接经济损失导致主体行为的扭曲	违约或破产预期下担保方恶性拒偿L11 破产预期下企业恶意违约L12 破产预期下企业延迟支付L13 破产预期下企业转移资产L14 不良预期下银行扩大范围加速抽断贷L15 融资约束预期下企业超额借款过度负债L16 高代偿预期下担保提高企业保费反担保L17 高代偿预期下担保谋取高风险收益L18 不良预期下银行加重中小企业信贷歧视L19 融资困难限制中小企业存续和发展L110
		行为引致跨主体损失L2	主要指主体行为扭曲跨主体地对另外两方带来的经济损失	担保方恶性拒偿引致企业诉讼破产L21 企业无法或拒绝偿付导致银行不良L22 企业无法或拒绝偿付导致担保代偿L23 银行抽断贷导致正常企业流动性困境L24 企业高风险超额举债提高担保代偿率L25 企业高风险超额举债提高银行不良率L26 高保费提高中小企业融资成本L27 信贷歧视加剧中小企业融资约束L28

续表3

核心范畴	主范畴	二级编码	范畴内涵	一级编码
流动性风险传染抑制策略	行为风险抑制B	贷前寻找相关交易对手B1	指建立融资担保交易关系前通过引入相关交易对手或“相关化”，促进各方主动履约的制度环境	引入相关的风险分担方B11 无关风险分担方的相关化B12 抑制银行过度放贷问题B13 抑制企业过度申贷问题B14
		贷保交易中配套激励问责机制B2	订立融资担保交易关系时，通过具体条款抑制主体不尽责或机会主义的行为风险	银行业务人员风控绩效考核机制与追责机制B21 担保机构资金投资方向与规模限制的监管与惩戒B22 担保业务员绩效考核与追责机制B23 中小企业收益权、资产的反担保措施B24
		贷保后监管，及时的不良处置机制B3	完成放款后直至完全还本付息结清贷款前交易过程中各方的监管措施，尤其是及时的不良资产处置和控制机制	政府公共资源能力的监控作用B31 第四方及时向代偿的担保方或借款企业注资B32 资管公司或平台及时的不良处置措施B33 纾困部门构建正常经营企业库并及时利用信用和公信抑制银行挤兑敦促其续贷B34
	经营风险分担O	贷前严格信审筛优O1	指建立融资担保交易关系前尽可能通过提高信用审核质量和效率筛选出优质投资标的企业	平等与分权的治理机制O11 实质风险促使银行尽调筛选优质企业O12 担保机构投资构建信审流程、技术、标准和能力O13
		交易中经营风险按能力意愿配置O2	订立交易合约时，通过具体条款对交易关系的总风险进行主体间的优化分配，具备更强抗风险能力、更强风险承担意愿主体承担更多风险、获得相应收益	银行分担实质风险O21 引入替代的资本方通过竞争降低银行谈判地位和借款费用O22 政府参与分担部分风险O23 具备风险承担能力的相关第四方共担风险O24 事前存款的互助担保基金O25
		贷保后流动性风险预警预案O3	完成放款后直至完全还本付息结清贷款前交易过程中，经营风险的监管、预警和制定应急预案	银行贷后监管与向正常经营可以还款企业有条件展期O31 担保机构的保后监管与及时引入资金O32 政府纾困资金的及时注入O33 信用档案、信贷担保关系、经营数据库的建立、更新与透明O34

注：本研究实际是先通过表4~表6、表8~表9中举例的具体论据（947条原始证据中的代表论据），按相似性划入一级编码，然后继续分类归纳，顺次得到二级编码和主范畴的分类，最终形成表3的完整框架。但为了先展示全文的逻辑架构，使读者对全文核心话题有全局的认识，本文先展示了表3的提纲领，然后再分话题论述表4~表6、表8~表9的论据。这种写作方法借鉴了近年来管理学领域使用扎根理论进行案例研究的规范论文，如王扬眉等（2020）。表3中一级编码都会在第四、五节中进行详细的描述和举例。

四、流动性风险传染机制

（一）中小企业融资担保网络的流动性风险传染机制

1. 融资担保网络的风险传染网络基础

风险传染效应受到网络组织结构特征的影响（Elliott et al., 2014）。融资担保网络的复杂性、歧视和集权特征会提高风险传染效应的可能性，相关范畴详见表4。

本文观察到，网络组织关系复杂性主要表现为个体所处交易关系结构复杂、交易主体异质性高、关联范围大、主体自身对交易关系信息不完备。典型事实如嘉逸互保案受访的企业主王某所说：“银行跟我说销售额过

表4 融资担保网络的风险传染基础的典型引用语举例及相关范畴

二级编码	一级编码	典型证据援引*
网络组织中的复杂性S1	网络组织中交易结构复杂S11 交易主体具有异质性S12 交易主体数量众多且规模分散S13 担保机构、借款企业的担保关系、借贷关系在相互间、与银行间存在信息不对称S14 借款企业对自身借贷、担保关系的局部信息S15	S11&S12-“当时一环套一环，一共牵扯6个担保圈，也不全是家具企业了”（II-1） S13-“后来影响到了上千家企业”（BI-2） S14&S15-“一家年销售收入实际不足一千万元的制造企业，银行却告诉我销售额超过一亿元，让我为其担保”（II-2） S13&S14-“再生资源集群要发挥产业优势……互保单位互相牵制，再加上严格审贷……顺利渡过2008年金融危机，再生资源行业总产值翻了三番”（JI-1）
网络组织中的歧视S2	存在分明的谈判地位高低次序即银行、担保、企业S21 中小企业融资难、借款可得性弱S22 担保机构低收益高风险不可持续S23	S21-“风险高的项目想多收点保费，银行卡着不让，风险小的，做了一单下来银行直接把项目拿走，不用担保公司担保了，我们成了过渡性的生意”（AI-1） S22-“除了答应互保，我还有别的办法吗？没有”（II-2） S23-“担保机构就是2%保费，100%代偿，现在还不到2%了”（HI-1） S21-“银行也接受了我们的零保证金模式……金控平台也做一些过桥贷服务，事先约定好银行必须给正常经营的企业续贷……我们还没有出现过一笔代偿”（HI-6）
网络组织中的集权S3	银行具备绝对的话语权、有力的威胁和剩余分配权S31 银行获得低风险高收益S32 融资担保交易中银行获得明显占优的风控、选择权条款S33	S31&S32-“当时陈奕标跑路，几家大银行总行统一下文，一刀切地停止了跟民营担保的合作……后来银监会协调才好转，不过保证金从10%-20%一下提到30%，我们更没有盈利空间了”（AI-2） S33-“银行知道我们给他担保，马上就抽资，我产值直接损失至少5个亿”（II-2） S32&S33-“政府和银行都要分担部分风险，主要目的是企业出现问题后政府、银行、担保能协调化解风险……‘政银担’分担风险将成为行业‘稳定器’”（DI-2）

注：a. 由于篇幅所限，表4~表9中“典型证据援引”只能展示部分有代表性的例证，6张表格中仅展示了947条原始证据中的约100条。每个一级编码通常展示了1~2条论据。如作者对编码或命题存疑，可以通过邮件联系通讯作者，询问论证逻辑，或索要相关原始证据和案例材料（涉密案例需经脱敏处理）。

亿,让我跟它互保贷款,后来对方资金链断裂跑路了我才知道,对方年营收还不到2000万”。经济上行期建立融资担保交易时,分支行为达到总行的放贷绩效,将企业引入了并不了解的互保关系中。借款企业不了解互保对象生产经营情况、不了解互保对象的下一层互保关系。在局限的信息下,企业受银行引导,通过担保增信,更容易在上行期过度举债,增加了下行期陷入流动性困境可能性(案例I)。与之相反,一一对接在保企业与第四方(案例C)、专注某几个行业的头部企业(案例D)、聚焦于某地区某产业集群(案例J),这样的结构简单、主体同质、信息对称的案例则都抗住了几次下行冲击。

网络组织关系中的歧视和集权是指,交易主体间的收益、成本、风险由于谈判地位不均、话语权集中在某一逐利的强势主体而配置失衡。在经济周期波动下,银行拥有绝对优势,失衡的交易关系很可能表现出顺周期效应:上行期交易激增,下行期风险爆发,降低交易可持续性。中科智案受访人张某坦言,在系统性风险很小时,“经济高速发展,中小企业发展迅猛,我们的业务也是高歌猛进”。此时担保机构基本不需代偿、能够盈利(案例A)。从正面看,第三方担保机构的参与能传递信号、分担风险,为中小企业融资创造价值。另一方面,在银行绝对话语权下,“担保机构2%保费,100%代偿”,银行风险全部转移给担保方(案例B)。上行期银行忽视自身风险,有激励刺激借贷。担保机构为了积累“以峰补欠”的利润垫,必须高速扩张,趁经济上行赚取收益。两方助推下,融资担保交易网络迅速扩张,埋下了下行期风险传染效应的隐患(案例A、B)。与之相反,具备多种资本来源的商业性担保(案例D)、具备政府信用的政策性担保(案例G、H)模式中,各方话语权更加平衡,各方共担实质性风险,模式表现出更强的稳定性。

2. 融资担保网络的风险传染渠道

流动性风险会沿交易主体间约定的资金流向传染,相关范畴详见表5。所以流动性风险不仅会从借款企业向银行和担保方、从借款企业向联保企业和上下游实体企业传染,还可能从银行、担保机构向实体企业传染。

首先是从银行传向实体企业。分支行在流动性充裕的上行期,有充分绩效激励向中小企业放贷。受总行信贷产品类别限制,加之中小企业的低话语权,借款通常以短期借款为主(每期末均可选择续贷或断贷)。银行拥有提前抽贷选择权,还可压贷推迟放款。到了下行期,分支行逾期项目增多。受总行不良考核驱动,分支

表5 融资担保网络的风险传染机制的典型引用语举例及相关范畴

二级编码	一级编码	典型证据援引
中小企业的 风险与传染 T1	中小企业经营不善时流动性风险通过担保代偿交易向担保方传染 T11	T11-“2013年受钢贸行业大面积违约影响发生17.5亿代偿逾期”(EN-32)
	中小企业经营不善时流动性风险通过借款交易向银行传染 T12	T12-“经济下行导致的信贷违约现象已经引起了银行的关注,业务员的贷款条件马上加了一条,法人的个人资产必须与企业一起承担无限连带责任”(IP-6)
	中小企业经营不善时流动性风险通过供销交易向上下游企业传染 T13	T13-“第四方不仅是风投,还有同业企业,和上下游,供应商会直接从借款人财务危机中受害”(CI-2)
	中小企业经营不善时流动性风险通过互保联保交易向对手企业传染 T14	T14-“结果现在对方资金链断裂跑路了,银行就逼着我还款”(II-2)
	中小企业主动拒偿时流动性风险通过担保代偿交易向担保方传染 T15	T15-“还有的企业想着反正付了担保费,就直接让担保代偿了”(AI-1)
	中小企业主动拒偿时流动性风险通过借款交易向银行传染 T16	T16-“企业老板怕不良记录,银行更怕,他丢了行政职务损失更大。银行手里几十亿贷款,我们这几个亿是零头,肯定会公开出政策、底下私了,不私了就是重大案件,就设了金饭碗”(BP-7)
担保机构的 风险与传染 T2	担保机构风控不当时流动性风险通过担保代偿交易向银行传染 T21	T21-“陈奕标控制的华鼎创富中担,涉资金额超过84个亿,波及9家银行”(BP-5)
	担保机构风控不当时流动性风险通过代偿追诉向借款企业传染导致诉讼破产 T22	T22-“中投保设置了较齐全的反担保措施,代偿款追偿规模大,不过诉讼周期长,追偿进度和实际损失还不确定”(EN-46)
	担保机构拒偿时流动性风险通过担保代偿交易向银行传染 T23	T23&T24-“当年中海信达、海泰也出现过拒绝代偿的,成了‘担而不保’的流氓企业”(AI-2)
	担保机构拒偿时流动性风险通过银行诉讼向借款企业传染导致诉讼破产 T24	T24-“我们当时还协助银行告创富骗贷,结果银行反过来就把我们告了,要我们还钱”(BI-2)
银行的风险 与传染 T3	银行发生不良选择抽断压贷时流动性风险向中小企业传染 T31	T31&T33-“现在的银行已成惊弓之鸟,听风就是雨,马上就过来要抽贷……他们可以直接告诉我们,马上就冻结资产,资金流不进来,可能还要停工停产”(II-1)
	银行发生不良选择抽断压贷时流动性风险向担保机构传染 T32	T31-“有的银行骗企业说,你把钱还了,我一定会贷给你,甚至有的把借款协议书都写好放在桌子上了,结果千凑万凑,把高利贷借来还了,钱不贷给他了。企业心都寒了,所有企业都不敢还钱,傻瓜才去还钱”(II-2)
	银行发生不良选择诉讼索偿时流动性风险向中小企业和担保机构传染 T33	T32-“钢贸业务爆发系统性风险,银行迅速抽贷,我们做了担保的企业还不上,银行现在让我们还”(EI-1)

行必须收紧贷款。但考虑到大客户信用和客户关系的维系,银行更可能收紧中小企业而非央企、民营上市公司的流动性。银行会对难以维持正常经营的中小企业抽贷封厂、冻结资产。此外,随行业下行和不良率的进一步提高,银行还可能依次从下述3个来源获得流动性。一是对同业、上下游(案例E)或联保(案例I)中小企业抽断贷。二是对高代偿、低评级的担保机构所担保的其他借款企业抽断贷(案例B)。三是对其他正常经营的中小企业抽断贷(案例H)。尤其当银行预期其他债权人挤兑,且企业还具备本笔贷款偿付能力时,更易发生恐慌性挤兑(案例A、B),致使本可正常经营的企业因短时间多笔债务到期陷入困境(案例I)。

其次是从担保机构传向实体企业。这种传染可能是因多笔代偿被动发生的。经济下行期到来,担保机构可能在代偿后追诉企业回款(案例E),或因未能代偿引致银行诉讼担保和企业(案例F)。已经付出担保费和反担保物的企业因此陷入流动性危机。还存在担保方主动行为导致的风险传染。有的担保方前期主动激进扩张,后来发生多笔代偿、信用评级下降,向银行传递风险信号(案例A)。还有的担保方预期破产,直接恶意拒绝代偿、转移资产(案例B)。这两种主动行为也会导致下行期银行对其担保的中小企业抽断贷,将流动性风险传向大量在保企业。由此本文发现,存在流动性风险从金融机构向实体企业传染的例证,于是提出命题1。该命题在第(二)小节中被跨案例重复验证和进一步讨论。

命题1:流动性风险会从金融机构向实体企业传递。

3. 融资担保网络风险传染的恶性循环后果

本文关注多主体间风险传染直接、间接后果间的交互影响,如表6所示。破产预期下,担保机构可能恶意拒偿(案例F),导致企业遭受诉讼违约破产。预期银行挤兑、担保拒偿、企业终将危机破产时,企业主同样可能会恶意违约拒偿(案例A)、延迟支付(案例B)、转移资产(案例I),导致银行发生不良。而银行有担保拒偿、企业主投机行为预期后,必定争相挤兑抽贷断贷,加速中小企业流动性损耗,还会导致担保机构因集中代偿而违约。银担企三方行为的扭曲,最终会导致正常经营的企业被波及。案例I中企业主虞某惋惜道,“其实虎牌控股的经营状况和资产状况都是非常良好的。如果银行正常放贷,企业是可以正常持续经营的……收购宏发能源后,当年我们已经接了不少订单……预计能实现销售收入100个亿,利润将可达到4亿~5亿元。后来连续两日每日被抽贷4000万……杯弓蛇影了,如果听到他们的话头里面有收贷的意思,我们就不敢还了——唯恐还贷之后,银行再也不给续贷,我们还能活吗?”而正常经营的中小企业主预料到下行期融资约束后,在上行期可获贷时可能超额申贷,用以填补下行期资金缺口。这可能导致中小企业违约风险进一步提高。而担保机构也会提高保证金比率、担保收益,以应对提高的违约风险。银行则更不愿向中小企业放贷,使中小企业融资问

表6 融资担保网络的风险传染恶性循环的典型引用语举例及相关范畴

二级编码	一级编码	典型证据援引
损失扭曲主体行为 L1	违约或破产预期下担保方恶性拒偿 L11 破产预期下企业恶意违约 L12 破产预期下企业延迟支付 L13 破产预期下企业主转移资产 L14 不良预期下银行扩大范围加速抽断贷 L15 融资约束预期下企业超额借款过度负债 L16 高代偿预期下担保提高企业保费反担保 L17 高代偿预期下担保谋取高风险收益 L18 不良预期下银行加重中小企业信贷歧视 L19 融资困难限制中小企业存续和发展 L110	L11-“每次最终都是公司自行筹措进行偿付,担保公司根本都没有履行代偿责任……目前担保方担保而不保的现象加剧了违约”(FN-17) L12&L13-“银行手里几十亿贷款,我们这几个亿是零头,肯定会公开出政策、底下私了,不私了就是重大案件,就没了金饭碗”(BP-7) L12&L14-“老板电话又长期打不通,才知道已经出逃了……侵占的资金、资产早就转移到亲属名下,觉得进去最多坐3-5年牢,出来钱还在”(BI-3) L15-“现在的银行已经是惊弓之鸟,我们明明在正常经营,银行却传出消息说我们破产了,赶紧追过来要债”(II-2) L16-“我一家农业企业……所有资产都无法盘活。能给我贷款我就得借”(II-2) L17-“后来保证金都得我们自己交,而且是30%的保证金了”(BJ-8) L18-“要业务员‘3+1’(后‘1+1’),3笔担保业务必须配套销售一套理财服务……超额收取企业保证金,截留50%-80%企业贷款……做了些过桥贷”(BI-3) L19-“几大银行联合切断或大幅削减与民营担保合作”(AI-2) L110&L24&L28-“我们的难关主要就是银行抽、压贷……本来能有4个亿净利,现在银行抽贷,高利贷也借不到,活不活不下去都是问题”(II-2)
行为引致跨主体损失 L2	担保方恶性拒偿引致企业诉讼破产 L21 企业无法或拒绝偿付导致银行不良 L22 企业无法或拒绝偿付导致担保代偿 L23 银行抽断贷导致正常企业流动性困境 L24 企业高风险超额举债提高担保代偿率 L25 企业高风险超额举债提高银行不良率 L26 高保费提高中小企业融资成本 L27 信贷歧视加剧中小企业融资约束 L28	L21&L27-“现在收我2%的保费了,不少啊,收了保费不履行担保责任,一句没钱了事,真是一本万利的生意……那我付保费干嘛呢,还不是要冻结破产”(FI-1) L22-“多得是企业欠银行一屁股债家里几十套房产好多名车的,而且上面总行也关注不良,很多时候我们也没办法”(IP-4) L23-“资金链告急是因为一些业务中没有按计划回收资金,另一方面,担保业务出现大量代偿和大量代客户垫款,造成我们资金紧张”(BI-2) L25&L26-“那多贷的500万也有多贷的风险,最后就全部落到华鼎身上,最后陈奕标跑路,银行也没拿到钱”(AI-2)

题持续恶化。银担企三方行为的交互影响带来风险传染的恶性循环,初始违约因此引发风险的杠杆效应。

(二)从金融向实体的流动性风险传染效应:跨案例重复验证与渠道特殊性

从金融向实体的流动性风险传染并非仅体现在个案。事实上,受访的34个案例均能佐证命题1。其中部分负面案例中出现了显著的从金融向实体的风险传染效应,而正面案例的交易设计对金融机构恐慌性挤兑或机会主义行为有所防范。本文在表7中以本文10个代表案例(正面、负面各5例)为据,重复验证了命题1。

本文将表4~表7中跨案例存在的风险传染效应按最极端的情景总结于图5。图5中,中小企业1发生初始违约。上半部分A展示了有担保机构参与的融资担保交易关系传染风险的路径。下半部分B展示了实体企业互保或供应关系下风险传染的路径。按照已知的风险传染方向,A中的中小企业1将流动性风险传递给担保1和银行1后,可能在银行和担保机构这样的金融机构间相互传染,而不会进一步传向中小企业2和3。B中存在互

表7 从银行、担保机构向实体中小企业的流动性风险传染效应

所属分类	案例	流动性风险出发点	传染渠道/防范渠道	典型证据援引	传染效应强度	传染速度
负面	A	银行	银行断贷	“银行的思维是不管如何我不能出问题,所以经济遇到困难时中小企业日子就不好过,再也融不到钱”(A1-1)	强,波及900多家企业	较快,银行对在保企业诉讼断贷
		担保	无法代偿引致诉讼	“公司陷入财务危机,我们转让牌照、处置债权地产、裁员,只能争取能早日清偿代偿”(AP-2)		
	B	银行	银行争相抽贷	“银行首先就来硬的,马上让你封厂、诉讼,威胁制服企业主,让他们还款”(B1-2) “不少在保企业主陆续收到了工行下发的提前归还保证金通知书,意在使企业承担还款压力……每天打电话催促逾期的企业主还款,否则起诉、清算资产”(BP-5)	强,波及1200多家企业	快,银行迅速对在保企业封厂诉讼断贷压贷
		担保	无法代偿引致诉讼	“没能按计划回收资金导致资金链告急,现在银行很多抽贷,我们也不可能代偿了”(BP-3) “已经有六七家企业被银行起诉并进行资产保全,企业无法正常开工……如果败诉,企业还要还清担保公司用掉的钱,我们肯定会倒闭”(BP-7)		
	E	银行	银行断贷	“被列入信用评级观察名单,幸好大股东给予了流动性支持和出具支持函,提振了银行信心,没有进一步抽贷诉讼”(EP-1)	较强,17.5亿代偿,未出现显著恶性循环后果	较快,中投保依赖大股东代偿,后追诉清算收回代偿款
		担保	代偿追诉	“目前中投保作为原告的诉讼仍有27宗等待开庭,主要是为了追回代偿款”(EN-14)		
	F	银行	银行抽贷及连锁反应	“经济下行后银行的风险偏好下降,为了自保开始抽贷,企业资金链更加紧张,也无法通过外部融资维系运营”(FP-3)	较强,涉资550亿,未出现显著恶性循环后果	较快,海沧资本事件后持续出现逾期和拒偿,半年内被省国资委暂停业务,后被多家债权人起诉
			银行断贷及连锁反应	“项目被迫中断,银行断贷导致资产没法给到厂商,企业被迫退回大笔募投,还需重新寻找资产重组方”(FP-4)		
		担保	无法代偿引致诉讼	“平安、方正东亚等信托、基金先后声明河北融投与其合作的信托项目无法按期履约,要求尽快履约否则进入诉讼程序”(FN-38) “原告中行文化路支行诉被告金谷信托公司,第三人河北融投一案”(FF-5)		
	I	银行	银行争相抽贷	“正邦水电自4月起,短短45天,被4家银行抽贷1.05亿元”(II-1)	较强,波及百家企业、百亿债务	快,短至两日传导至下一环节
银行断贷			“有的银行骗企业说,你把钱还了,我一定会贷给你……结果千凑万凑,把高利贷借来还了,钱不贷给他了”(II-2)			
银行压贷			“只能都压着不放款,问起来我们只能说总行不批”(IP-3)			
正面	C	银行	防范银行断贷	“但他向银行提出500万贷款却被拒绝,我们引入两家外资风投进行担保和反担保,三方一拍即合,银行也同意放款”(CI-1) “银行不好估量这些新兴或转型企业的发展,经济下行就更容易抽断贷……2008年杭州政府想推文创行业,找了好几家银行,承诺做风险补偿,没有一家可以做,抵质押不符合银行标准”(CI-2)	弱	慢
		担保	防范无法代偿引致诉讼	“路衢模式下我们是政府财政作为引导资金的,在严峻经济形势下发挥抗风险能力”(CI-2)		
	D	银行	防范银行断贷	“很多优质企业下行期借不到贷款,我们构建一个债权、股权、资产可以自由置换的平台,企业更可能活下去”(DI-2)	弱	慢
		担保	防范无法代偿引致诉讼	“政府和银行都分担一些风险,主要是出问题以后,政府、银行还能和我们协调协作化解风险……政府可以引导进行重组”(DI-2)		
	G	银行	防范银行抽贷	“疫情后第一时间推出提高对各商业银行中小微企业贷款风险补偿比例上限措施,目的是提高银行对中小企业的容忍”(GIJ-14)	弱	慢
	H	银行	防范银行抽贷	“资管公司会第一时间处置不良资产,担保公司获得回款维持信用评级,以免银行恐慌抽贷”(HI-2)	弱	慢
			防范银行断贷	“我们也向优质企业提供一些过桥贷,这样银行就不能随随便便断贷”(HI-6)		
	J	银行	防范银行抽贷	“通过严格的贷款准入制、民主评议制、公示制和贷款全过程风险管理,为国开行领导决策增添信心,顺利放款到期回收”(JI-1)	弱	慢
担保		防范担保追诉	“政府兜底的担保公司也不会马上冻结资产、追诉封厂、锁定损失,看得比较长远”(JI-1)			

保或业务关系的中小企业1、4、5可能相互传染风险,或降低银行3的流动性,而不会被银行3继续传向中小企业6。但事实上,本文找到了粗箭头所示从金融机构向实体企业风险传染效应的例证。银行为控制不良贷款比率,可以通过抽贷、断贷、压贷行为从实体企业抽资(如A⑤⑩、B⑤⑧⑩)。担保机构会通过追诉索偿或引致银行诉讼导致企业资产冻结、被迫停产(如A③)。传统风险传染理论所认为的能被金融机构吸收、隔断的风险传染效应本应只发生在圆内范围,但其实还是会通过金融机构被继续传向其他实体企业(如A⑧⑩、B⑩)。

更可怕的是,这些金融机构的传染效应在下行期还会被加强。图5中与初始危机企业1无关的中小企业2、3、6是因为担保1和银行2、3的传染渠道被波及的。现实中担保的在保企业、银行的放贷企业一般不止一家,发散的网路关系会产生大量的被传染企业。这是金融机构的枢纽节点特性导致的第一种放大效应。特别地,被波及的往往是正常经营企业,因为银行向经营能力差的企业抽资更可能引起不良,而经营能力强的企业反而通常能筹资偿付。这进一步导致第二种放大效应,即银行在向无关企业抽资时会偏好更具还款能力的企业,使传染范围从表现不佳的企业拓展向正常经营企业(如A⑩、B⑩)。

银行对这些正常经营企业的抽资可能引起其他机构进一步抽资。这还会产生两种影响。首先是加剧效应。一家中小企业不仅被银行抽走一笔贷款,还会被其他机构继续抽资(如A⑦、B⑥),银行抽资的负面影响被加剧。案例I中民间借贷因银行断贷的负面信息而要求企业偿债,还有一战略投资人因企业互保代偿失信,要求企业全额退回投资。案例F中银行断贷导致企业变卖资产,规模业绩不达对赌、项目中止,PE机构强制企业退回募投资金。其次是加速效应。中小企业相对于金融机构一般处于谈判劣势,这使得其融资时需签署提前抽资、交叉违约、业绩对赌条款。基于这些条款,金融机构可以使数月后到期的还款变成2日到期、原本无需还款的股权变成短期刚性债务、正常经营的企业突然被迫停工停产。受访案例中极端现象是“嘉逸集团才十几天就1.2亿逾期了……虎牌集团连着2天每天被收贷4000万,和它互保的正邦水电自4月起,短短一个半月就被4家银行收贷1.05亿元”(案例I)。这正是多家银行的抢占挤兑造成的。当多家金融机构试图抽资,各方的个体最优策略都是尽快执行抽资。这会快速损耗实体企业的流动性。“若不是银行谨慎过度,本就经营良好的R公司再撑个半年就能缓过来了”(案例I),企业流动性支撑到行业、经济回暖的可能性更低。根据上述4个效应,本文提出子命题1-1。

子命题1-1:途经金融机构的流动性风险传染效应可能被放大、加剧、加速。

(三)流动性风险传染机制的微观讨论

本文认为流动性风险可以通过各种交易对手间交易关系传染,而不仅是现有交易对手机制指出的3类传染方向。应收款方的预期资金流入没能实现,会使流动性风险提高。当应收款方被动或主动拒绝向其下一级应收款的交易对手付款时,流动性风险会继续传递。因此,流动性风险的传染方向是交易关系中应付款流向,而与企业间关系研究强调的企业性质关系不大。实体企业间上下游应付账款、联保代偿关系(实体间),实体企业无法偿还金融机构贷款(从实体向金融),金融机构间借贷无法偿付(金融间),

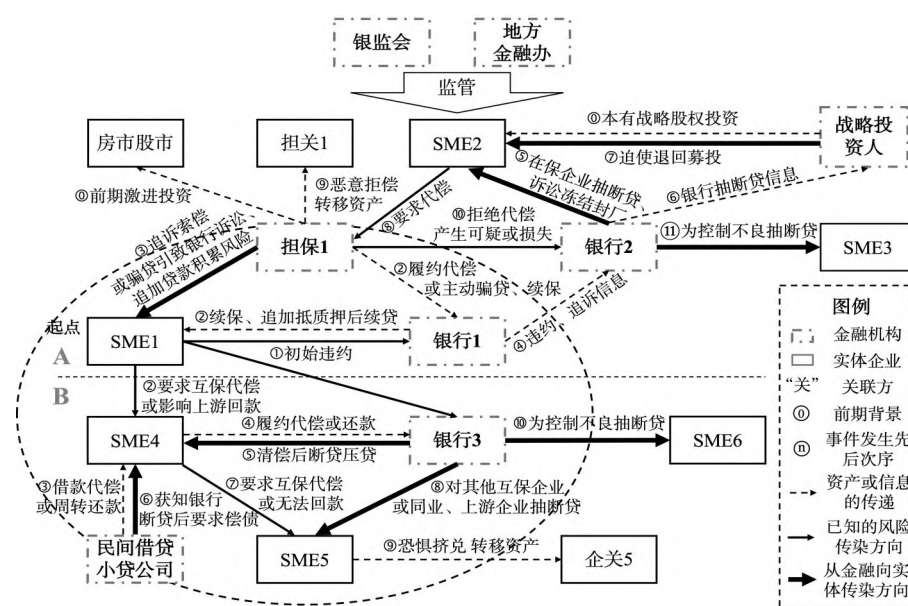


图5 流动性风险传染渠道示意图

金融机构拒绝向企业续贷、放款或进行抽贷、诉讼、冻结生产资料(从金融向实体)的交易关系都是流动性风险传染的渠道。多层次交易关系搭建的风险传染渠道可以解释图4中无关企业间风险传染的现象。

在案例A、B中,大量被波及的中小企业并不属于同行业、不持有同类资产,并非被同一不利信息影响,他们无法通过上游交易关系、债权或或有债权关系被串联,所以信息溢出机制和现有交易对手机制不能充分解释这样的风险传染现象。而扩充交易关系范畴后的交易对手机制可以解释此现象。两案例中,商业担保机构主动骗取银行贷款或迫使借款人超额借贷并截留资金进行高风险投资,一旦投资失利,担保机构或有代偿无法履约、银行为避险向在保企业抽断压贷,导致大量本可正常经营企业发生违约。担保代偿、银行放贷续贷和不抽贷的预期应付关系成为了风险传染机制,风险反而从金融机构债权人、或有债权人向债务人传染。

现有交易对手机制下,金融机构被赋予吸收和隔离风险的功能,流动性风险的传染止步于此。但命题1和子命题1-1说明,金融机构并不总能隔离风险,超过风险承担能力或监管限制时,反而会传递和加剧流动性风险传染效应。金融机构甚至还会在上行期促使中小企业过度借贷、投资,例如案例I中受访企业主将企业举债扩张、盲目参与互保的失误主要归咎于涉事支行在上行期为达业绩的教唆,案例B中担保方在上行期以“1+1”的方式迫使企业超额借贷并截留贷款自行投资。此时金融中介与其说是帮助实体经济平滑波动,不如说是加剧了实体经济的震荡。

基于交易关系的流动性风险传染机制可以解释我国特殊的担保业演进史。担保方通过融资担保交易搭建的不仅是风险分担机制,也是风险传染渠道。后者正是商业性、互助性担保在3轮下行期中造成恶劣影响的原因。碎片化的商业性担保机构抗风险能力弱、盈利能力弱。事后代偿的互保关系可信用度低。这两种担保机构在下行期更多体现为风险传染渠道。而政策性担保的强信用、政府的强公检法资源和强权威性,为融资担保交易增加了稳定性,为中小企业分担了风险。这使得在西方受官僚主义诟病的政策性担保反而在我国一直稳增。决定我国担保业结构性变化的不是信息不对称问题,而是担保模式抑制风险传染的能力。

从金融向实体的风险传染效应是金融加速器效应的一种微观体现,完善了风险传染理论的遗漏,丰富了金融加速器效应的内涵。银行除设定利率、到期收回本息两个行为外,还会在上行期“愿意”放贷,甚至追贷,在下行期突然抽资、波及正常企业。担保除担保、代偿外,还会在上行期促使企业超额贷款,在下行期拒绝代偿、诉讼企业。金融机构的上述行为会显著影响企业扩张和危机速度,甚至成为企业家过度自信、企业财务危机的重要推力。

但金融机构的上述行为很难直接被抑制,银行的追贷和抽资,与我国银行业特征、政银同源性、银保监会监管、总行对分支行零不良业绩指标和总行行业限制政策等密切相关;担保谋求高收益投资、开发超额贷款理财品,与监管部门的费用管制和宽松门槛下碎片化的行业特征密切相关。案例B中受访担保高管反思了我国信用担保体系的监管制度,2010年国务院《融资性担保公司管理暂行办法》对融资性担保公司设立条件主要有注册资本不低于人民币500万元,高管达到最低金融从业年限。担保业准入门槛相对粗放,导致大量散户在货币宽松、经济上行时投资设立担保机构,其中大部分并不具备中小企业风险评估的专业能力,也并无投资研发风控技术的资金和意愿。再加上早年监管缺少对担保业金融创新和投资标的的限制,商业性担保体系就成为了风险传染渠道。

诚然,设置严格的行业准入机制、引导机构金融创新、设置差别化抽断贷政策、稳定经济政策环境能缓解从金融向实体的风险传染。但这些长期、宏观的措施较难立竿见影。下一节中,本文将从微观交易视角总结有效的风险传染抑制策略。

五、流动性风险传染抑制策略

(一)通过交易设计管理风险传染的两个范畴

1. 行为风险抑制策略

融资担保交易前,选择合适的交易主体能显著缓解风险传染问题。这一策略却鲜少被提及。被引入的风

险分担方会极大影响风险传染的强弱。本文观察到部分案例中,具有“相关”性的风险分担方被引入交易。这里的“相关”主体是指一些原本就与债权人、债务人等主体存在交易关系的主体,或虽没有形成交易但存在交易空间的主体。代表做法有引入本就获益于企业缴税和就业增长的政府(案例J),及引入债务人的上下游企业、潜在投资者(案例C)。与之相对的是“无关”主体,他们原本没有与债权人、债务人交易,比如与银企双方均无关的纯商业性担保机构。引入“无关”主体尽管可能分担原有风险,但其行为更可能为交易关系带来新的风险(案例B)。而通过引入“相关”主体,部分一致的利益追求可以抑制这些新的风险,有助于缓解下行期被各方行为加剧的风险传染效应。

特别地,另一部分案例虽然引入“无关”的风险分担方,但这些风险分担方通过交易设计被“相关化”,即利益一致化。代表做法有商业性担保机构以投保联动(案例G)或“担保换期权”(案例H)的方式同时作为债务人的投资方参与担保交易,以及产业集群内自发建立互保或联保关系(案例J)。这些案例中的被相关化的无关担保方的行为风险同样被抑制。

在贷款和担保交易协定中,合约设计极大影响行为风险。如果没有匹配的风控绩效奖惩机制,地方政府为担保方背书可能成为一件坏事。此时担保方抗风险能力提高了,担保高层却可能为了任期业绩主动为表现不佳的企业续保(案例F),银行也愿意向这些企业放贷。最终少量违约可能变成大额违约,原本在担保方能力范围内的代偿变成巨额代偿,影响担保方信用,反而波及更多企业。

在明确交易各方权责、奖惩机制后,对银担企三方而非仅针对借款企业的监控同样是必要的。尤其是考虑从金融向实体的风险传染方向后,抑制银行恐慌挤兑和担保主动违约的手段变得尤为关键(详见表8)。代表做法有通过及时的资产处置机制使担保机构维持信用评级(案例H),维持网络关系中枢纽金融机构或实体企业的流动性水平(案例C),及时锁定核心人员与资产(案例H)等。对于带有交叉违约或抽资条款的大额融资,及时的资产变现或资金注入预案更为重要。

表8 行为风险抑制策略的典型引用语举例及相关范畴

二级编码	一级编码	典型证据援引
贷前寻找相关的交易对手 B1	引入相关的风险分担方B11 无关风险分担方的相关化B12 抑制银行过度放贷问题B13 抑制企业过度申贷问题B14	B11-“我把它称之为经济生态共同体……三方利益相互分享,在金融生态链中三角成‘面’,才能有更合理更科学的局面,从而创造信任价值”(CI-2) B11-“这些风投确实对企业成长能力有着专业的判断……这个‘第四方’也可以是企业的同行和上下游,他们对企业的状况几乎知根知底”(CI-1) B12-“西担模式核心是让配套资金链服务的投资周期覆盖贷款周期,以自身投资行为下的风险控制和项目监管,真正起到减小企业违约风险的作用”(HI-1) B12-“从联保体里找一两个较有实力的老板给他担保。这整个过程政府、银行、行协都不介入,以融资信用平台的制度管人、管事”(JI-1) B13-“银行100%转移了风险,根本不会好好信审,反正有人代偿。是源头上的问题”(HI-1) B14-“一家小企业拿到2000万的预授信额度,不会马上给你,要根据开店计划,在你开10家店到时候给你200万,再开10家再给你200万”(AI-2)
贷保交易中配套激励问责机制 B2	银行业务人员风控绩效考核机制与追责机制B21 担保机构资金投资方向与规模限制的监管与惩戒B22 担保业务员绩效考核与追责机制B23 中小企业收益权、资产的反担保措施B24	B21-“当时是个国有大行支行长给我打电话,让我帮忙出一份仓单。我都说了合同是创造假假的,我盖了个章也是被迫。没有真正采购,怎么给他出仓单?这不是造假吗?查起来拉我去打靶都有余。李经理说他完全明白,但还是请我帮帮忙,如果不交上去,他的个人责任是超乎想象的”(II-2) B22-“风险管理部门在瀚华具有一票否决的权力”(DP-7) B23-“在经济下行初期部分企业暴露出经营风险时,河北融投没有重估风险及时止损,而是主动为风险企业担保续贷,最终在系统性风险下出现违约”(FI-1) B23-“分会长们还必须签具《责任状》……投了赞成票就必须承担风险”(JI-1) B24-“融资企业必须要提供反担保的‘资产’,不过会比银行灵活和综合一些”(DI-1)
贷保后监管,及时的不良处置机制 B3	政府公共资源能力的监控作用B31 第三方及时向代偿的担保方或借款企业注资B32 资管公司或平台及时的不良处置措施B33 纾困部门构建正常经营企业库并及时利用信用和公信抑制银行挤兑敦促其续贷B34	B31-“西担系与公安系统合作,为其净化金融环境和及时报警,后者为前者迅速控制违约和关键人物减小代偿风险”(HI-3) B32-“在贷款期内,如果企业发生财务危机,无法按时偿还银行贷款,那么只要满足一定条件,第四方可以以股权收购、技术收购等形式进入该企业,为受保企业注入现金流以偿还银行债务”(CI-2) B33-“通联资本信用高、资本成本低,银信资管可以在企业经营不良时迅速处理不良资产,西担AA+评级就不会下降”(HI-3) B34-“我们金控平台还建立了一个过桥贷基金,标的都是一些好企业,基金给银行答应续贷的企业做低息过桥贷,那银行就不能之后又断贷了”(HI-1)

2. 经营风险分担策略

自张五常提出佃农理论(Cheung, 1968)以来,很多研究探讨了收支来源与方式的重要性(邓宏图等,2020; Gilje et al., 2020),但对不同风险配置方式的影响的讨论较少。在大量中小企业融资担保交易中,银行向担保转移100%风险(案例H)。此时银行缺乏信审激励,资本充足时会为业绩过度放贷(案例I)。这种风险配置模式在上行期时搭建了流动性风险传染渠道,降低了交易关系稳定性。但同时也有部分案例实现了交易前银行严格信审、担保方研发改善信审技术(案例D),交易中经营风险被配置给更具抗风险能力(案例G、H)和 risk 承担意愿(案例C、J)主体的经营风险分担策略(详见表9)。本文认为,这些策略实现的关键在于平衡的银担企谈判地位。其平衡银担企关系的代表做法有3种。一是利用政府权威或政策性再担保资源的会员制度,要求协作银行必须与担保方共担实质风险(案例G、H、J)。二是通过引入其他债权人或资本市场,产生竞争和替代威胁,打破银行非市场化的垄断(案例D)。三是弱势企业自身资源能力的优化,通过降低产品可替代性,或通过信息技术、财务系统、产业资源方面的投资,培育精准“无抵押”信审能力优势(案例D),改变银行绝对优势的谈判地位。

贷保后部分案例在交易后对经营风险还进行了监管、预警并制定预案,代表做法有银行有条件地向特定企业展期(案例H),担保方保持代偿流动性和进行资产处置预案(案例C、H),以及政府及时向枢纽金融机构注入流动性(案例H)。上述贷后风控措施的实现依赖于精准、实时的数据信息,包括动态的企业和机构信用档案(案例D)、透明的网络内主体借贷担保关系数据(案例J)、实时的仓单、运单、税单、工资等经营数据(案例D)。一些负面案例的受访者也认同数据平台是预警机制、流动性预案有效性的基础。

(二)典型中小企业融资担保交易模式与风险管理机制分析

交易模式首先按担保模式分为三大类。相比于作为基准类别的商业性担保,加入政府资源的政策性担保和以实体企业间共担风险为主的互助性担保与其具有明显区别。商业性担保中担保方的风险管理手段有以下3种。首先是通过多元盈利覆盖风险。代表案例A、B分别通过壳公司申贷和截留企业贷款进行投资,形成“担保+投资”的多元盈利模式。其本质是担保方利用自身信用通过中小企业借贷,如图6a所示。若担保方投资能力足够强,能稳定产生高于银行贷款成本和潜在代偿损失的投资收益,确实能实现以峰补欠。遗憾的是,34个受访案例中共4个采取类似模式的案例机构均以失败告终。第二种做法是引入其他相关方并向其继续分散风险,以案例C为代表。其模式关键是寻找与中小企业相关的第四方共担违约损失,包括有意投资企业的风投或企业上下游。借款企业一旦违约,担保方先行代偿,第四方承诺随后注资偿还担保方并获得借款企业股权或期权,如图6b虚线内结构。如此,担保方转移了部分风险,而第四方得以认购正常经营期难以成交

表9 经营风险分担策略的典型引用语举例及相关范畴

二级编码	一级编码	典型证据援引
贷保前严格信审筛选01	平等与分权的治理机制011 实质风险促使银行尽调筛选优质企业012 担保机构投资构建信审流程、技术标准和能力013	011-“充分利用大数据,确立自身的核心竞争力和稳定的客户群体,如此才能与银行拥有平等的议价能力”(HI-7) 012&021-“他们改变了原来银担合作不对等、不对称的状况,……银行风险分担20%,由分担实现共管,共管可以有效降低风险”(GI-2) 013-“‘信用无抵押’融资担保模式和‘小额、分散、纯信用’小额贷款模式,经过9年运营和验证……瀚华开发的信贷评估系统,能够基于各客户的信用而非所提供的抵押品价值迅速作出信贷决定”(DIJ-6)
交易中经营风险按能力意愿配置02	银行分担实质风险021 引入替代的资本方通过竞争降低银行谈判地位和借款费用022 政府参与分担部分风险023 具备风险承担能力的相关第四方共担风险024 事前存款的互助担保基金025	022-“实现担保公司的盈利,而这个模式的突破口我们认为在资本市场……我们是重庆富民银行的主发起人,第一大股东,获得民营银行牌照和杠杆能力,可从事借贷业务”(HI-7) 023-“地方政府承担10%的风险责任能增强各方面信心,体现政府对担保体系的支持。……一旦出现了风险,政府要站出来对项目主导进行重组”(EI-1) 024-“如果企业发生财务危机……第四方可以以股权收购、技术收购等形式进入该企业,为受保企业带来现金流以偿还银行债务”(CI-1) 025-“互助小组内会先由成员作坊存一笔风险基金,出问题了也会作为还款来源,没问题正常结束了就当存款拿利息”(JI-1)
贷保后流动性风险预警预案03	银行贷后监管与向正常经营可以还款企业有条件展期031 担保机构的保后监管与及时引入资金032 政府纾困资金的及时注入033 信用档案、信贷担保关系、经营数据平台的建立、更新与透明034	031-“银行如果能分辨出我们可以正常经营还款,给我展期或者续贷是双赢的”(II-2) 032&033-“西担还拥有政府数据库和公安等资源,强大数据库可以随时更新企业的信用、生产、经营状况和财务水平,密切关注标的企业的运营并提前设立预案”(HI-2) 034-“成立汨罗市会计咨询服务公司,通过外部记账逐渐实现汨罗市再生资源加工企业财务信息透明化,提供可靠的企业财务信息。随后成立开发性金融合作办公室、信贷资金监督领导小组、担保贷款安全监督小组等引导监管机构,为政府支持和监督职能铺垫”(JI-1)

的股权。但这种模式对借款企业投资价值要求高,且相关第四方需要一对一匹配,可复制性低。案例C后续通过引入地方政府和社会资本,使其与银行、担保、第四方共同设立中小企业集合信托投资当地扶持产业,

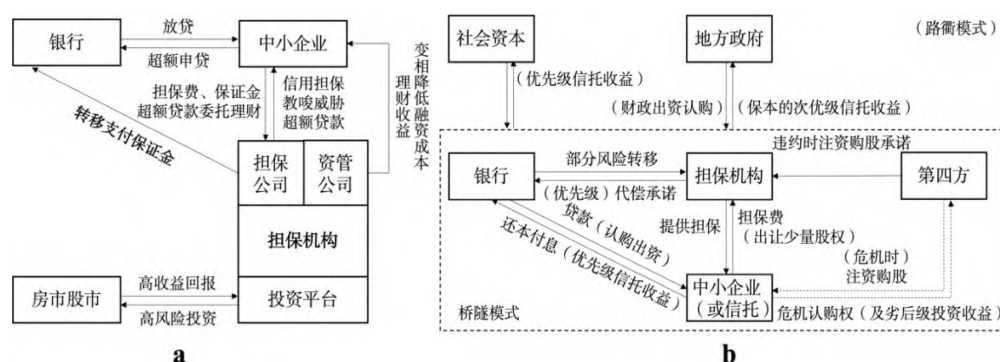


图6 典型的商业性担保机构融资担保交易模式图
注:请读者对照表1中对应案例的“案例始末简介”和“金融创新/风险行为”下“做法概述”理解图6-图8的交易模式图。图6b中没有括号的代表桥隧模式交易内容,括号内为路衢模式。
数据来源:根据涉及主体关键人物的公开演讲、半结构化访谈信息整理。

进一步分散风险,部分缓解了该模式可复制性上的缺陷(详见图6b)。第三种做法是培育特定行业信审能力。这种模式要求担保方积累行业知识、金融数据,持续迭代中小企业信审方法,从本质上提高了投资标的质量,降低了借款人违约风险。代表案例D中瀚华金控深耕某几个行业,为在保企业提供财务和管理咨询,提供匹配企业需求和现金流期限特征的金融工具,培育出了特定行业中的信审和金融服务能力。

政策性担保较商业性担保拥有更多政府资源,包括政府信用、权威性、财政资金、公检法等其他可调用资源能力,以及中小企业政绩贡献下政府对担保的低盈利要求。在商业性担保的基础上,政策性担保的不同交易模式是利用不同政府资源阻断风险恶化和传染。政府财政和信用的支持可以避免局部风险的扩散(案例E)。地方政府扶持高科技产业的政治目标助力了担保机构在“担保换期权”和知识产权质押融资担保业务上的金融创新(案例G)。财政再担保和政府权威性也能吸引银行共担实质风险以优化风险配置(深圳再担保和台湾信保基金模式)。同时,政府税务和信用数据、公检法资源,地方政府对大型国有资产管理公司、地方产业基金的影响力,均可以助力搭建一个中小企业融资体系。这一体系兼具投保联动、不良资产及时处置、关键资产及人员及时控制、通过政府低息过桥贷促使银行履约续贷等特性(案例H,详见图7)。政策性担保受访者几乎都认可,越充分利用政府资源的交易模式越能防御风险传染效应。不过需要注意的是,正因为政府资源的强大,一旦政策性担保高管缺乏监管,政府信用反而会为风险传染加上杠杆。这是本次研究涉及的案例中,担保机构规模最大的案例F成为涉资最高的违约案件的原因。

互助性担保的初衷是相互熟悉的企业间互保互督,发挥信息优势,但现实中仅能抵御小冲击。经济下行期原本的相互扶持变成相互拖累,流动性风险迅速通过联保关系、银行挤兑传染,甚至引发全行业、全地区的流动性困境(案例I)。案例中的互助担保模式主要在两个维度上有差异。第一,互保关系的构建是自发形成(案例J)还是金融机构促成(案例I)。第二,代偿款是提前(案例J)还是事后缴纳(案例I),前者往往锁定了最高代偿额。相较而言,小范围、自发组建、提前缴款的互助担保基金更可能发挥互助优势、提高地区产业稳定性,尤其是加入地方政府资源、产业龙头资源后的互保关系(图8)。

虽然三大类担保模式下有效风控机制的特征各有不同,但仍有跨类别成立的共性原则。首先是引入“相关”的风险分担方,比如商业性担保引入第四方分散风险,政策性担保利用了政府资源,互助性担保的自发形成。而商业性担保采取多元盈利法,互助性担保在互相不知情下的被动设立,则属于引入了

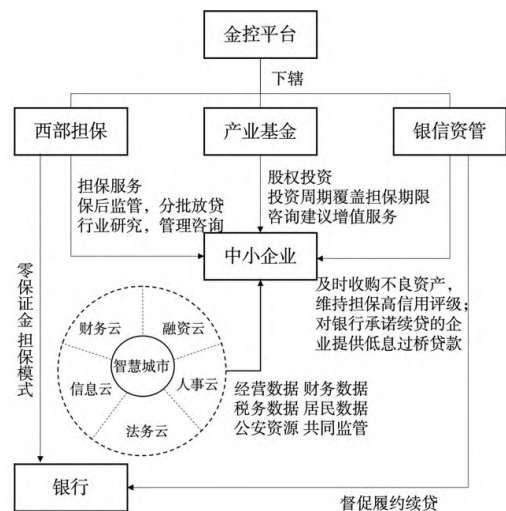


图7 调用政府资源的政策性担保典型模式
数据来源:根据涉及主体关键人物的公开演讲、半结构化访谈信息整理。

“无关”分担方。此类案例通常表现出风险传染效应。据此本文提出命题2-1。其次是设置及时、可信的不良处置机制。商业性担保采用分散风险法引入或有注资,政策性担保设置不良处置机制、注重维持评级,都通过代偿后的及时回款阻止了金融机构恐慌性挤兑现象发生。即便是出现了高管主动续保粉饰绩效导致的大规模初始违约,政策性担保也凭借地方政府背书和财政注资避免了风险传染的恶性循环。据此本文提出命题2-2。最后是平衡各主体的风险分担关系。若商业性担保具备风控优势、政策性担保引入政府权威、互助性担保由行业龙头背书,银行在上行期放款和下行期抽贷方面会表现得更为克制,交易关系拥有更强的稳定性。相比之下,若商业性担保中担保方处于绝对谈判劣势又没有风控竞争优势,互助性担保关系迫于金融机构压力被设立,各方在风险配置上则很难平衡。很容易发生金融机构自以为将全部风险转移给了担保方,因而在上行期过度放贷,在下行期争相抽资的情形。据此本文提出命题2-3。这3个命题会在下一小节中被跨案例验证。

命题2-1:相关风险分担方在抑制行为风险导致的风险传染上占优于无关分担方。

命题2-2:及时、可信的不良处置机制有助于遏止流动性风险传染的恶性循环。

命题2-3:不平衡、歧视的风险分担关系不利于交易关系的可持续性。

(三)中小企业融资担保风险传染效应与管理机制的跨案例对比研究

围绕命题2和表3列示的维度,本文对10个案例的交易特征、流动性风险传染效应与风险管理机制进行提炼、判断或打分。通过跨案例对比传染效应的强度、速度和风险管理机制的有效性、交易的稳定性(详见表10),本文对命题2进行重复验证。打分流程是,3名研究员根据案例相关一手证据,对证据丰富性、多样性打分,再结合中国融资担保业协会成员单位高层和受访人的评价统一意见,以此评价风险管理机制的有效性。

表10打分结果显示,案例H、J的风险管理机制最优,流动性风险传染效应最小(≤ 16),流动性风险管理策略最为全面(≥ 27);案例C、D、G机制次优,流动性风险传染效应较小(≥ 18 且 ≤ 21),风险管理策略对某一传染渠道有突出截断作用(≥ 23 且 ≤ 26);案例A、B、I的风险管理机制反而带来负面效应,风险传染效应最大(≥ 39),风控策略失灵(≤ 9);介于两种有效机制和负面机制之间,案例E、F的风险管理机制无效,流动性风险传染效应较大($=29、34$),但强大政府资源能抑制恶性循环,防止风险进一步扩散($=12、18$)。上述四级风控机制,最优机制都具有组合属性^⑨,表现出相关性和平衡性,且有不良处置机制和政府资源参与;负面机制都没有政府的参与,且不具备组合属性、相关性、平衡性和不良处置机制;次优机制包括商业性担保和政策性担保,都具备相关性,而组合属性、平衡性和不良处置机制则不一定;两个无效机制是风控或绩效模式存在不足的政策性担保。

三类担保模式下正反案例同时存在。4个商业性担保案例有两个次优和两个负面评级。两个次优案例或最合有价值中小企业的“相关”方共担风险(案例C),或深耕产业培育了强“无抵押信审”能力(案例D)。负面案例中,“无关”的担保方都试图用多元盈利覆盖风险,投资回报不抵成本反而产生亏损(案例A、B)。具有政府背景的5个案例中,有3个有效、两个无效。但即便风控机制由于标的行业集中度过高(案例E)和高层任期内绩效驱动的机会主义行为(案例F)而失效,政府信用也遏止了金融机构恐慌性挤兑的恶性循环。特别地,政策性分类同时包括两个最优机制(案例H、J)和一个

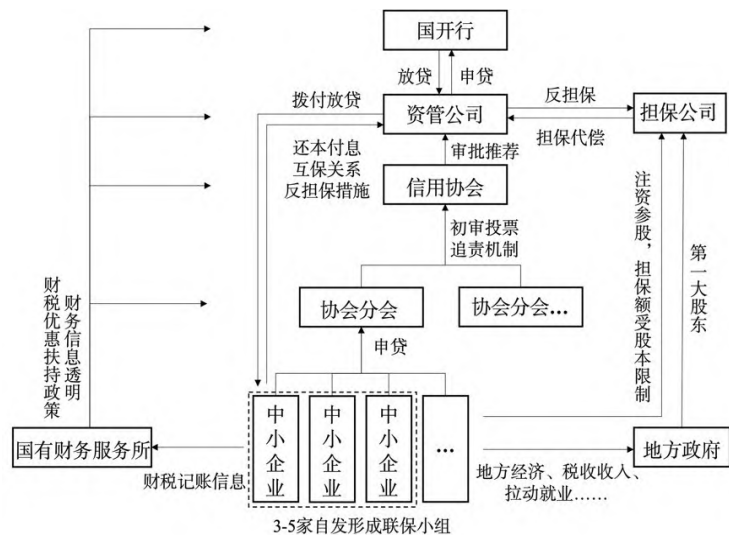


图8 发挥行业资源的互助性担保典型模式
数据来源:根据涉及主体关键人物的公开演讲、半结构化访谈信息整理。

表10 中小企业融资担保模式流动性风险传染效应及风险管理机制的案例间对比分析

案例	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
所属类别	商业	商业	商业+政策	商业	政策	政策	政策	政策+商业	互助	互助+政策
是否组合	否	否	是	否	否	否	否	是	否	是
类别下特征	多元盈利	多元盈利	分担风险	技术投资	政府背书	激励有偏	政策引导	金控平台	事后代偿	事前存款
交易特征										
命题2-1 有无相关性	否	否	是	无	是	是	是	是	否	是
命题2-2 有无不良处置机制	无	无	有	有	无	无	无	有	无	有
命题2-3 有无平衡性	无	无	无	有	有	有	有	有	无	有
风险传染基础 S	As1(AN-35, AF-3, AP-8, AI-1) As2(AP-1, AI-2) As3(AN-35, AP-2, AP-5, AI-2)	Bs1(BJ-10, BN-7, BP-3, BI-3) Bs2(BN-2, BN-14, BI-2) Bs3(BN-4, BN-25, BI-1, BI-2)	Cs1(CN-3, CP-4, CP-7, CI-2, CI-3) Cs2(CP-5, CP-7, CI-1, CI-3) Cs3(CP-4, CP-9, CI-1, CI-2, CI-3)	Ds1(DP-11, DP-17, DI-2) Ds2(DP-11, DF-1, DI-1) Ds3(DP-8, DP-11, DI-2, DIJ-8)	Es1(EN-21, EN-37, EI-1) Es2(EN-2, EP-3, EI-1) Es3(EN-2, EN-6, EP-1)	Fs1(FJ-7, FN-43, FI-1) Fs2(FJ-7, FP-3) Fs3(FN-25, FI-1)	Gs1(GP-1, GIJ-4, GIJ-12) Gs2(GN-32, GP-1, GP-2) Gs3(GP-2, GP-4, GIJ-16)	Hs1(HP-2, HI-1, HI-3, HI-6) Hs2(HN-21, HP-2, HI-1, HI-7, HI-8) Hs3(HP-3, HI-4, HI-7)	Is1(IP-2, II-1) Is2(IJ-6, IN-11, IN-16, II-1, II-2) Is3(IN-2, IN-7, IN-16, II-2)	Js1(JN-3, JN-4, JP-1, JP-3, JI-1) Js2(JN-3, JP-2, JP-3, JI-1) Js3(JN-2, JN-3, JP-3, JP-4)
网络组织中的复杂性 S1	4	5	1	2	3	3	2	2	3	1
网络组织中的歧视 S2	3	4	1	2	2	2	2	1	5	1
网络组织中的集权 S3	4	5	1	2	2	3	2	2	5	2
合计	11	14	3	6	7	8	6	5	13	4
风险传染机制 T	At1(AJ-4, AP-3, AI-1) At2(AP-6, AP-8, AI-1) At3(AP-6, AI-1, AI-2)	Bt1(BF-8, BI-1, BI-2) Bt2(BF-8, BF-27, BP-4, BP-6, BI-2) Bt3(BF-6, BF-8, BP-4, BI-1, BI-2)	Ct1(CN-32, CP-7, CI-1) Ct2(CP-3, CI-1, CI-2) Ct3(CP-3, CP-6, CI-1)	Dt1(DN-10, DF-19, DI-1) Dt2(DF-1, DF-24, DI-1, DI-2, DIJ-8) Dt3(DF-1, DI-1)	Et1(EN-2, EP-2, EI-1) Et2(EN-21, EP-3, EI-1) Et3(EP-2, EI-1)	Ft1(FN-23, FN-25, FI-1) Ft2(FN-25, FN-43, FN-47, FI-1) Ft3(FN-23, FP-4, FI-1)	Gt1(GN-32, GIJ-6, GIJ-12) Gt2(GN-12, GP-4, GIJ-4, GIJ-6, GIJ-15) Gt3(GIJ-4, GIJ-6)	Ht1(HI-1, HI-4) Ht2(HI-1, HI-3, HI-5, HIJ-6, HIJ-12) Ht3(HI-4, HI-7, HI-8)	It1(IN-16, IP-4, II-1, II-2) It2(N/A) It3(IN-13, IP-2, IP-8, IP-9, II-1, II-2)	Jt1(JN-3, JN-4, JP-2, JI-1) Jt2(JP-1, JP-2, JI-1) Jt3(JN-2, JI-1)
中小企业的风险与传染 T1	2	3	2	2	4	2	2	2	5	1
担保机构的风险与传染 T2	4	5	3	1	2	5	1	1	0	1
银行的风险与传染 T3	4	5	2	2	3	2	2	2	5	1
合计	10	13	7	5	9	9	5	5	10	3
风险传染经济后果 C	(AN-24, AF-3, AF-5, AI-1) (AP-5, AP-8, AI-1) Ac1&Ac2 (AP-6, AI-1, AI-2) (AN-27, AP-4) (BN-2, BN-25, BP-5, BI-2) (AP-3, AP-7, AP-8, AI-1)	(BF-6, BF-8, BP-6, BI-1) (BN-25, BP-6, BP-7, BI-1) Be1&Be2 (BN-22, BN-25, BP-4, BP-7, BI-1, BI-2) (BN-2, BN-25, BP-5, BI-2) (BN-22, BN-64, BP-7, BI-2)	(CP-3, CI-1, CI-2) (CP-6, CP-11, CI-2) Ce1&Ce2 (CP-11, CI-1, CI-2, CIJ-12, CIJ-14) (CN-5, CN-16, CP-11, CI-2) (CP-6, CP-11, CI-1)	(DF-1, DF-19, DI-2) (DN-10, DF-9, DF-24, DI-1, DI-2, DIJ-8) De1&De2 (DP-2, DP-16, DI-2) (DF-19, DF-24, DIJ-6, DIJ-8)	(EF-11, EF-31, EP-2, EI-1) (EN-21, EP-2, EI-1) Ec1&Ec2 (EN-21, EP-2, EP-3, EI-1) (EN-34, EP-3, EI-1) (EN-2, EN-37, EP-3, EI-1)	(FN-25, FF-6, FF-7, FI-1) (FN-43, FP-4, FI-1) Fc1&Fc2 (FP-1, FP-4, FI-1) (FN-43, FI-1) (FN-21, FP-3, FI-1)	(GN-12, GP-6, GIJ-8) (GN-32, GP-4, GP-6, GIJ-6, GIJ-12) Gc1&Gc2 (GP-1, GP-4, GIJ-12) (GIJ-6, GIJ-12) (GIJ-8, GIJ-15)	(HI-4, HIJ-6, HIJ-9) (HI-1, HI-4, HIJ-6) Hc1&Hc2 (HI-1, HI-6, HI-7, HIJ-12) (HI-7, HIJ-12) (HIJ-6, HIJ-12)	(IN-24, IP-7, II-2) (IJ-10, IN-13, IP-9, II-1, II-2) Ic1&Ic2(IJ-10, IN-16, IP-8, II-1, II-2) (IN-11, IN-16, IN-27, IP-8, II-1) (IN-7, IN-23, IN-27, IP-8, II-1, II-2)	(JN-1, JN-5, JP-4) (JN-3, JP-4, JI-1) Jc1&Jc2 (JN-5, JP-2, JP-4, JI-1) (JN-2, JN-3, JN-6) (JN-4, JN-6)
直接成本	3	3	3	2	4	5	1	2	3	1
间接成本	4	4	2	2	2	3	1	1	5	2
恶性循环 C1+C2	3	5	1	1	1	2	2	1	5	1
风险传染效应强度	4	4	3	2	3	4	1	1	5	1
风险传染速度	4	4	2	2	3	3	2	1	5	2
合计	18	20	11	9	13	17	7	6	23	7
流动性风险传染效应合计	39	47	21	20	29	34	18	16	46	14

续表 10

案例	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
行为风险抑制 B	Ab1 (AP-2, AP-3, AP-6, AI-1) Ab2 (AF-3, AP-8, AI-1) Ab3 (AP-6, AP-8, AI-1)	Bb1 (BN-2, BN-25, BP-6, BI-1, BI-2) Bb2 (BN-62, BI-1, BI-2, BI-3) Bb3 (BN-25, BN-62, BI-2)	Cb1 (CJ-12, CN-5, CP-10, CI-1, CI-3) Cb2 (CP-4, CP-6, CI-1) Cb3 (CP-3, CI-1, CI-2, CIJ-14)	Db1 (DF-1, DP-2, DP-21, DI-1, DI-2) Db2 (DF-1, DP-16, DI-1, DI-2) Db3 (DF-1, DF-11, DI-2)	Eb1 (EN-21, EI-1) Eb2 (EP-2, EP-3, EI-1) Eb3 (EF-11, EF-31, EP-2, EI-1)	Fb1 (FN-25, FN-40, FP-3) Fb2 (FJ-8, FN-25, FP-3, FP-4, FI-1) Fb3 (FN-43, FF-6, FI-1)	Gb1 (GP-2, GP-3, GP-5, GIJ-3, GIJ-4, GIJ-6) Gb2 (GP-5, GIJ-6, GIJ-12, GIJ-15) Gb3 (GP-3, GP-4, GIJ-12, GIJ-16)	Hb1 (HP-5, HI-1, HI-4, HI-6) Hb2 (HI-1, HI-7, HI-8, HIJ-9, HIJ-12) Hb3 (HP-5, HI-1, HI-3, HI-6, HI-7, HIJ-6)	Ib1 (IP-1, IP-2, IP-8, IP-9, II-2) Ib2 (IP-4, IP-9, II-2) Ib3 (IN-7, IP-6, IP-8, II-1, II-2)	Jb1 (JN-3, JN-4, JP-2, JP-6, JP-2, JP-6, JP-3, JP-5, JP-6, JI-1)
贷前寻找相关交易对手 B1	1	1	5	3	2	2	5	4	1	4
贷前交易中配套激励问责机制 B2	2	1	4	4	2	1	4	5	3	5
贷后监管,及时的不良处置机制 B3	2	1	4	3	4	2	3	5	1	5
合计	5	3	13	10	8	5	12	14	5	14
经营风险分担 O	Ao1 (AN-3, AP-2, AP-6, AI-1) Ao2 (AP-3, AP-5, AP-8, AI-1, AI-2) Ao3 (AN-24, AF-3, AP-5, AP-6, AI-1)	Bo1 (BP-2, BP-6, BP-7, BI-1, BI-2) Bo2 (BP-4, BP-7, BI-2, BI-3) Bo3 (BF-6, BF-8, BP-4, BI-2, BI-3)	Co1 (CP-6, CI-1, CIJ-6) Co2 (CP-6, CI-1, CI-3, CIJ-12, CIJ-14) Co3 (CI-1, CI-2, CI-3, CIJ-12)	Do1 (DN-10, DF-1, DF-19, DI-2) Do2 (DF-1, DI-1, DI-2) Do3 (DN-10, DI-1, DI-2, DIJ-8)	Eo1 (EP-1, EP-3) Eo2 (EP-1, EP-2, EI-1) Eo3 (EN-21, EP-2, EP-3, EI-1)	Fo1 (FN-25, FP-1, FP-3) Fo2 (FP-3, FI-1) Fo3 (FP-2, FP-3, FP-4, FI-1)	Go1 (GN-5, GP-3, GP-5) Go2 (GN-12, GP-2, GP-3) Go3 (GN-32, GP-1, GP-2, GIJ-12)	Ho1 (HP-2, HP-3, HI-1, HI-3, HI-6) Ho2 (HI-3, HI-4, HIJ-6) Ho3 (HP-11, HI-1, HI-7, HI-8, HIJ-10)	Io1 (IN-24, IP-6, II-1, II-2) Io2 (IP-3, IP-9, II-1) Io3 (IN-16, IN-27, IP-6, II-1, II-2)	Jo1 (JP-1, JP-2, JP-4, JI-1) Jo2 (JP-2, JI-1) Jo3 (JP-3, JP-4, JI-1)
贷前严格信审筛优 O1	1	1	4	4	3	2	4	5	1	5
交易中经营风险按能力意愿配置 O2	1	1	5	4	3	2	4	4	2	4
贷后流动性风险预警预案 O3	2	1	4	5	4	3	4	5	1	4
合计	4	3	13	13	10	7	12	14	4	13
流动性风险管理策略合计	9	6	26	23	18	12	24	28	9	27
流动性风险管理有效性评级	负面	负面	次优	次优	无效	无效	次优	最优	负面	最优

注:根据表 3 和文字材料进行跨案例二级编码的 5 级制打分(5—正向显著,4—较为正向显著,3—不太显著,2—较为负向显著,1—负向显著),其中嘉逸案不涉及具体担保机构,T2 科目赋值 0。

涉资最大的负面机制(案例 F),说明政府信用既可以提高交易的抗风险能力,也可能扩大关键人员行为风险造成的直接经济损失。两个互助性案例包括一个最优(案例 J)和一个负面(案例 I)。负面案例是银行驱动的复杂互助担保代偿网络模式,这种不平衡的风险配置导致了最严重风险传染后果(=23)。所以,仅以 3 类属性讨论担保模式有效性太过粗放。微观上是否引入抗风险“相关”主体或有无稳定机制等风险管理手段才是核心评判标准,应据此细化行业准入和金融创新引导政策。

从交易特征上看,“无关”案例包括全部负面案例(案例 A、B、I)和一个次优案例(案例 D)。“相关”案例则至少是无效案例(案例 E、F),还包含大量正面案例(案例 C、G、H、J)。总体上,有相关性的交易模式在风控上占优。直接引入“相关”主体(案例 C)和通过交易设计“相关化”(案例 G、H)都是有效的风险抑制手段,传染后果上没有显著优劣区别。命题 2-1 被重复论证。其次,有不良处置机制的案例有两个最优(案例 H、J)和两个次优(案例 C、D),且恶性循环后果显著低。没有不良处置机制的有 3 个负面(案例 A、B、I)、两个无效(案例 E、F)和一个次优(案例 G)。总体上能及时处置不良资产的模式有助于避免挤兑行为导致的恶性循环。其中,由政府背书的不良处置机制(案例 H、J)为最优模式,占优于由金融中介(案例 D)、商业投资机构或企业上下游(案例 C)背书的次优模式。命题 2-2 被重复论证。最后,不具备平衡性的案例包括全部负面案例(案例 A、B、I)和一个后续出现问题的次优案例(案例 C[®]),部分说明了严重不平等、歧视性的交易关系不利于可持续的收益风

险分配机制的构建。通过政府权威引导(案例G、H、J)的平衡力,可能强于引入竞争改善歧视关系(案例C、D)或提升弱势主体竞争力(案例D)带来的效果。命题2-3被重复论证。

观察5个正面案例(案例C、D、G、H、J),本文发现,有效流动性风险管理机制可能是在行为风险抑制或经营风险分担的某一方面具备突出优势(案例D、G),也可能是具备组合属性(案例C、H、J)。这说明,在融资担保产业发展和政策引导上,若某一机构或组织具备政府信用、权威、资源,具备商业知识技术或产业资源,或者拥有互助机构的信息优势,则政府应择优扶持,或者鼓励优质风控资源的组合。

六、研究结论与贡献

本文基于风险传染理论,访谈调研融资担保行业中3类担保机构下的10个极端案例,通过反思现象与已有理论的矛盾,提出了流动性风险传染的交易关系渠道与通过交易抑制风险传染的一般策略。研究有如下发现。(1)流动性风险可以通过交易关系传染,风险通过支付违约从应付方传向应收方,与企业属性关系不大。(2)从金融机构向实体企业的风险传染效应是存在的,甚至较其他传染渠道更可能扩大、加剧、加速传染效应。这是我国部分商业担保、互助担保关系成为流动性风险传染机制,加剧信贷歧视和风险传染后果的重要原因。(3)流动性风险传染的抑制和交易网络稳定性的提高,可以通过行为风险抑制和经营风险分担实现。有效的管理策略包括引入相关主体、及时处置不良、以及平衡主体地位。政策性担保因政府资源能力优势,更容易执行上述策略抑制风险传染效应。

本文的理论贡献在于:(1)提供了金融机构会向实体企业传递流动性风险的例证,丰富了已有的风险传染理论。这一新的传染方向能解释大量无关企业风险传染的现象,能解释我国与西方担保业截然不同的担保业演进史,还能化解风险传染理论与金融加速器理论的矛盾。(2)提出了微观交易关系、应付关系是流动性风险传染机制,丰富了现有交易对手风险传染机制研究。本文与已有风险传染机制研究对比被归纳展示于表11。此外,我国金融体系、融资担保体系、中小企业与西方国家大有不同,西方理论并不能很好地解释和概括我国情景。本文基于详实的调研,运用风险传染理论而非西方主流的信息不对称理论,探讨中国特殊的银行体系、担保结构、中小企业的历史与未来。

本文在实践方面的贡献在于:(1)在已有文献对融资担保行业的3类分类下,本文按照风险分担方是否相关、有无及时不良资产处置机制、是否存在显著复杂不平等的主体关系,细化了融资担保风控机制的分类。针对相同冲击下,同类担保机构同时出现陷入危机或平稳渡过的两种相反结果,本文从交易视角提供了一个新的解释,支持担保业进行细化的扶持引导。(2)本文提出了风险传染管理策略的一般原则,即企业应关注每笔应收的违约风险,并从行为风险和经营风险管理方面总结多条风控代表做法^⑥。(3)本文提出三方面政策建议^⑦。其一,政府资源不仅是财政资金。政府还可调用公检法资源、联合社会资本构建经营大数据系统、引导银行间信贷信息的传递。这都将极大助力担保业的发展和金融体系的稳定。其二是银行监管方面。银监会对总行、总行对分支行流动性和不良率的限制,在下行期(包括经济基本面下行和行业政策调控等)可能反而通过银行抽资、过度反应,成为加剧负面冲击的因素。因此监管机构应当关注下行期行业、头部企业流动性水平并做好应急预案,适时地、针对性地放松部分监管指标;应引导银行间放

表11 流动性风险传染机制与防范的比较

比较维度	现有研究提出的风险传染机制		本文提出的风险传染机制
	信息溢出机制	扩充交易关系范畴后的交易对手机制	交易关系机制
风险传染基础	同质网络 (Elliott et al., 2014) 金融机构标的同质化 (Gencay et al., 2020)	高集中度的业务交易关系 (Jarrow and Yu, 2001) 金融机构间关联关系 (Acemoglu et al., 2015)	复杂、歧视、集权的交易网络关系
风险传染渠道	信息溢出效应 (Lee, 1998) 资产抛售外部性 (Brunnermeier and Pedersen, 2009)	抢占博弈问题 (Choi, 2014)	交易关系中应付应收不能履约导致流动性风险沿主体间约定资金流向传染
风险传染后果	金融危机和流动性干涸现象 (Cespa and Foucault, 2014) 降低资源配置效率 (Allen and Carletti, 2006)	自我实现的危机 (Oh, 2013) 道德风险问题 (Biais et al., 2016)	经济损失、行为扭曲及二者跨主体交互引起的恶性循环
风险管理机制	整体或个体的风险指数监管 (Cont and Schaanning, 2019)	金融衍生品、中央对手方清算制度 (Loon and Zhong, 2014)	行为风险抑制与经营风险分担

贷、授信、担保信息的及时传递,引导银行持续开发迭代基于企业还款能力的信用评估技术、匹配企业生产经营现金流和期限特征的信贷服务能力,降低信审对抵质押资产、担保关系的强依赖性。其三,可鼓励符合风险传染抑制原则的金融创新,包括融资担保机构主动“相关化”(投保联动、“担保换期权”)、组合其他主体优势共担风险(如引入政府财政信用、专业担保风控技术、第三方风投或产业资源)、解决资产处置权与效率问题(如事先约定危机注资的投资人、定向开放政府公检法相关调用权限或绿色通道),加强优秀实践的宣传、引导信贷部门和资本市场与此类金融创新适配。

除了金融创新引导,融资担保业还应从源头筛选出真正创造风控价值的担保机构。经过20年的摸索和3轮违约潮,担保这一金融中介在我国已有初步画像。担保方只有在风控技术上具备较银行的比较优势,才能缓解中小企业融资的固有风险。这种比较优势的来源是多样的,或者是由于深耕产业对特定资产的评估能力高于银行,或者是具备为中小企业定制符合行业现金流结构特征的金融服务的能力,或者是具备高于一般银行的规模和抗风险能力。监管部门应据此细化当前对融资性担保公司设立条件的技术或规模准入门槛。

(作者单位:清华大学经济管理学院)

注释

①政策性担保机构通常是国有企业控股、不以盈利为目的。商业性担保通常非国有控股,市场化运作并追求盈利。互助性担保多为行业协会发起、会员企业出资的互助担保基金或公司,不以盈利为目的。

②诚然,危机企业停工停产可能影响向下游供货,货源短缺可能为下游带来经营风险,最终可能影响其资金流动。不过本文以讨论直接的流动性风险传染事件为主。一家企业的流动性困难会直接影响上游回收货款和债权人获得本息,因此具有向上游、向债权人传染的方向性。

③包括我国国家标准GB/T24353-2009,财政部、证监会、银监会、保监会和审计署联合发布的《企业内部控制基本规范》及其配套指引,上交所、深交所上市公司内部控制指引等,以及以ISO31000标准为代表的国际风控指南等。

④具备组合属性的包括案例C、H和J。在表1中案例C列示为商业性担保,这主要是针对其早期桥隧模式,2008年中新力合提出了引入地方政府和社会资本的路衢模式(详见图6b),具有商业+政府的组合属性。在表1中案例H列示为政策性担保,实际上其金控平台、产业基金运作强调“投行思维”,风控流程充分利用经营数据和商业尽调,风控技术具备很强商业性,故称其具有商业+政府的组合属性。

⑤在“流动性风险传染抑制策略—通过交易设计管理风险传染的两个范畴—经营风险分担策略”一节中,案例C是引入竞争平衡各主体地位的典例,但主要指其后期的引入政府和社会资本的路衢模式。不过路衢模式占其总业务比重较小,主要的桥隧模式下没有引入竞争,再加上受访者陈某陈述:“我们配置风险后承担风险小了,收益也因此被降低”,而非因撮合借款人和风投企业获得价值创造的分成,也是不平衡收益风险的表现,因此两点原因,将其归为“无平衡性”细类。事实上,中新力合子公司在2019年陷入非法集资案,与桥隧、路衢模式下担保方仍未能获得与撮合借款人、第三方交易的价值匹配的合理盈利有很大关系。

⑥读者可在本文中检索“代表做法”、相关二级和一级编码快速回顾。

⑦诚然,大力发展天使投资、风险投资、私募股权投资、产业基金等,同样有助于缓解中小企业的融资难题。甚至对某些行业(比如高研发投入高风险的高科技行业)的中小企业而言,相对于银行贷款可能更适合通过股权融资。不过本文主要关注中小企业担保贷款问题,因此主要针对银行、担保提出了政策建议。

参考文献

- (1)曹廷求、刘海明:《信用担保网络的负面效应:传导机制与制度诱因》,《金融研究》,2016年第1期。
- (2)邓宏图、赵燕、杨芸:《从合作社转向合作联社:市场扩展下龙头企业和农户契约选择的经济逻辑——以山西省太谷县某龙头企业和土地合作社为例》,《管理世界》,2020年第9期。
- (3)方意、赵胜民、谢晓闻:《货币政策的银行风险承担分析——兼论货币政策与宏观审慎政策协调问题》,《管理世界》,2012年第11期。
- (4)方意:《系统性风险的传染渠道与度量研究——兼论宏观审慎政策实施》,《管理世界》,2016年第8期。
- (5)方意、黄丽灵:《系统性风险、抛售博弈与宏观审慎政策》,《经济研究》,2019年第9期。
- (6)郝蕾、郭曦:《卖方垄断市场中不同担保模式对企业融资的影响——基于信息经济学的模型分析》,《经济研究》,2005年第9期。
- (7)黄宪、吴克保:《我国商业银行对资本约束的敏感性研究——基于对中小企业信贷行为的实证分析》,《金融研究》,2009年第11期。
- (8)贾鹏飞、范从来、褚剑:《过度借贷的负外部性与最优宏观审慎政策设计》,《经济研究》,2021年第3期。
- (9)林毅夫、孙希芳、姜烨:《经济发展中的最有金融结构理论初探》,《经济研究》,2009年第8期。
- (10)刘畅、曹光宇、马光荣:《地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗?》,《经济研究》,2020年第3期。
- (11)刘海明、王哲伟、曹廷求:《担保网络传染效应的实证研究》,《管理世界》,2016年第4期。
- (12)刘莹、彭玉磊:《金融风险与宏观审慎政策——2018年岭南宏观经济学研讨会综述》,《经济研究》,2019年第2期。
- (13)马文涛、马草原:《政府担保的介入、稳增长的约束与地方政府债务的膨胀陷阱》,《经济研究》,2018年第5期。
- (14)毛基业、陈诚:《案例研究的理论构建:艾森哈特的新洞见——第十届“中国企业管理案例与执行研究论坛(2016)”会议综

述》,《管理世界》,2017年第2期。

- (15)梅冬州、崔小勇、吴娱:《房价变动、土地财政与中国经济波动》,《经济研究》,2018年第1期。
- (16)孟宪春、张屹山、张鹤、冯叶:《预算软约束、宏观杠杆率与全要素生产率》,《管理世界》,2020年第8期。
- (17)王扬眉:《家族企业继承人创业成长金字塔模型——基于个人意义构建视角的多案例研究》,《管理世界》,2019年第2期。
- (18)王扬眉、梁果、李爱君、王海波:《家族企业还贵继承人创业学习过程研究——基于文化框架转换的多案例分析》,《管理世界》,2020年第3期。
- (19)王志诚、周春生:《金融风险研究进展:国际文献综述》,《管理世界》,2006年第4期。
- (20)魏炜、朱武祥、林桂平:《基于利益相关者交易结构的商业模式理论》,《管理世界》,2012年第12期。
- (21)吴宝、李正卫、池仁勇:《社会资本、融资结网与企业间风险传染——浙江案例研究》,《社会学研究》,2011年第3期。
- (22)习近平:《决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利》,人民出版社,2017年。
- (23)姚铮、胡梦婕、叶敏:《社会网络增进小微企业贷款可得性作用机理研究》,《管理世界》,2013年第4期。
- (24)叶茜茜:《基于金融脆弱性理论的区域金融风波形成机制与防范研究——以温州为例》,《管理世界》,2016年第6期。
- (25)张骁、胡丽娜:《创业导向对企业绩效影响关系的边界条件研究——基于元分析技术的探究》,《管理世界》,2013年第6期。
- (26)张一林、林毅夫、龚强:《企业规模、银行规模与最优银行业结构——基于新结构经济学的视角》,《管理世界》,2019年第3期。
- (27)朱武祥、张平、李鹏飞、王子阳:《疫情冲击下中小微企业困境与政策效率提升——基于两次全国问卷调查的分析》,《管理世界》,2020年第4期。
- (28) Acemoglu, D., Ozdaglar, A. and Tahbaz-Salehi, A., 2015, "Systemic Risk and Stability in Financial Networks", *American Economic Review*, Vol.105(2), pp.564~608.
- (29) Allen, F. and Carletti, E., 2006, "Credit Risk Transfer and Contagion", *Journal of Monetary Economics*, Vol.53(1), pp.89~111.
- (30) Allen, F. and Gale, D., 2000, "Bubbles and Crisis", *The Economic Journal*, Vol.110(1), pp.236~256.
- (31) Bernanke, B. S., Gertler, M. and Gilchrist, S., 1999, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", in Taylor, J. B. and Woodford, M., *Handbook of Macroeconomic*, pp.1341~1393, North-Holland, Amsterdam.
- (32) Biais, B., Heider, F. and Hoerova, M., 2016, "Risk-Sharing or Risk-Taking? Counterparty Risk, Incentives, and Margins", *The Journal of Finance*, Vol.71(4), pp.1669~1698.
- (33) Borio, C. and Zhu, H., 2012, "Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism", *Journal of Financial Stability*, Vol.8(4), pp.236~251.
- (34) Brunnermeier, M. K. and Pedersen, L. H., 2009, "Market Liquidity and Funding Liquidity", *The Review of Financial Studies*, Vol.22(6), pp.2201~2238.
- (35) Cespa, G. and Foucault, T., 2014, "Illiquidity Contagion and Liquidity Crashes", *The Review of Financial Studies*, Vol.27(6), pp.1615~1660.
- (36) Cheung, S. N. S., 1968, "Private Property Rights and Share Cropping", *Journal of Political Economy*, Vol.76(6), pp.1107~1122.
- (37) Choi, D. B., 2014, "Heterogeneity and Stability: Bolster the Strong, Not the Weak", *The Review of Financial Studies*, Vol.27(6), pp.1830~1867.
- (38) Cont, R. and Schaanning, E., 2019, "Monitoring Indirect Contagion", *Journal of Banking & Finance*, Vol.104, pp.85~102.
- (39) Csoka, P. and Herings, P. J., 2014, "Risk Allocation under Liquidity Constraints", *Journal of Banking & Finance*, Vol.49, pp.1~9.
- (40) Eisenhardt, K. M., 1989, "Building Theories from Case Study Research", *Academy of Management Review*, Vol.14(4), pp.532~550.
- (41) Elliott, M., Golub, B. and Jackson, M.O., 2014, "Financial Networks and Contagion", *American Economic Review*, Vol.104(10), pp.3115~3153.
- (42) Gencay, R., Pang, H., Tseng, M. C. and Xue, Y., 2020, "Contagion in a Network of Heterogeneous Banks", *Journal of Banking & Finance*, Vol.111, DOI: 10.1016/j.jbankfin.2019.105725.
- (43) Gilje, E. P., Gormley, T. A. and Levit, D., 2020, "Who's Paying Attention? Measuring Common Ownership and its Impact on Managerial Incentives", *Journal of Financial Economics*, Vol.137(1), pp.152~178.
- (44) Gorton, G. and Winton, A., 2003, "Financial Intermediation", in Constantinides, G. M., M. Harris and R. M. Stulz: *Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance*, pp.354~495, North-Holland, Amsterdam.
- (45) Hertz, M. G., Li, Z., Officer, M. S. and Rodgers, K. J., 2008, "Inter-firm Linkages and the Wealth Effects of Financial Distress along the Supply Chain", *Journal of Financial Economics*, Vol.87(2), pp.374~387.
- (46) Ivashina, V., Iverson, B. and Smith, D. C., 2016, "The Ownership and Trading of Debt Claims in Chapter 11 Restructurings", *Journal of Financial Economics*, Vol.119(2), pp.316~335.
- (47) Jarrow, R. A. and Yu, F., 2001, "Counterparty Risk and the Pricing of the Defaultable Securities", *The Journal of Finance*, Vol.56(5), pp.1765~1799.
- (48) Jia, N., Shi, J. and Wang, Y., 2013, "Coinsurance within Business Groups: Evidence from Related Party Transactions in an Emerging Market", *Management Science*, Vol.59(10), pp.2295~2313.
- (49) Jorion, P. and Zhang, G., 2009, "Contagion from Counterparty Risk", *The Journal of Finance*, Vol.64(5), pp.2053~2087.
- (50) Kiyotaki, N. and Moore, J., 1997, "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, Vol.105(2), pp.211~248.
- (51) Lee, I. H., 1998, "Market Crashes and Informational Avalanches", *The Review of Economic Studies*, Vol.65(4), pp.741~759.
- (52) Loon, Y. C. and Zhong, Z., 2014, "The Impact of Central Clearing on Counterparty Risk, Liquidity, and Trading: Evidence from the Credit Default Swap Market", *Journal of Financial Economics*, Vol.112(1), pp.91~115.

- (53) Minsky, H. P., 1975, *John Maynard Keynes*, New York: Columbia University Press.
- (54) Oh, F. D., 2013, "Contagion of a Liquidity Crisis between Two Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol.107(2), pp.386~400.
- (55) Santos, T., 2006, "Comment on: Credit Risk Transfer and Contagion", *Journal of Monetary Economics*, Vol.53(1), pp.113~121.
- (56) Scandura, T. A. and Williams, E. A., 2000, "Research Methodology in Management: Current Practices, Trends, And Implications for Future Research", *Academy of Management Journal*, Vol.43(6), pp.1248~1264.
- (57) Taghizadeh-Hesary, F., Yoshino, N., Fukuda, L. and Rasoulizhad, E., 2021, "A Model for Calculating Optimal Credit Guarantee Fee for Small and Medium-Sized Enterprises", *Economic Modelling*, Vol.95, pp.361~373.
- (58) Zuzul, T. and Tripsas, M., 2020, "Start-up Inertia versus Flexibility: The Role of Founder Identity in a Nascent Industry", *Administrative Science Quarterly*, Vol.65(2), pp.395~433.

From Financial Institutions to Industrial Firms: The Contagion Mechanism and Prevention of Liquidity Risk: A Multi-Case Study of SME Credit Guarantee Industry

Tan Zhijia, Zhang Qilu, Zhu Wuxiang and Li Haoran
(School of Economics and Management, Tsinghua University)

Abstract: During the economic downturns, the catalysis of risk contagion effects on economic shocks has brought challenges to the financial system in China. Extant studies neglect liquidity risk contagion from financial institutions such as banks and guarantee institutions to real enterprises, the amplification and acceleration effects in the process of contagion caused by financial institutions, and the relevant risk prevention mechanisms or suggestions. Based on a multi-case study of the different risk management models and stability of 10 credit guarantee institutions for SMEs in China, this paper explores mechanisms behind the liquidity risk contagion effects and the corresponding risk management strategies. Our paper finds evidence that (1) liquidity risk can be transmitted through transaction relations, (2) the risk can be transmitted from financial institutions to real enterprises, and (3) the risk transmitted via financial institutions can be magnified, exacerbated, and accelerated. Effective solutions to the risk contagion problem include the behavioral risk reduction strategies and the operational risk management strategies. The former includes looking for related stakeholders to share risks and timely disposal of non-performing assets, while the latter includes balancing bargaining positions and the allocation of risks and returns among entities in the transaction, and constructing an early-warning system based on daily operational data. This paper enriches the risk contagion theory, and also contributes to the regulation of financial innovations in the credit guarantee industry.

Keywords: SMEs; credit guarantee; risk contagion; risk management; case study

=====

- (上接第34页) Megacity Growth", *Proceedings of the National Academy of Sciences*, Vol.110(14), pp.1248~1253.
- (71) Zheng, S., Kahn, M. E., Sun, W. and Luo, D., 2014, "Incentives for China's Urban Mayors to Mitigate Pollution Externalities: The Role of the Central Government and Public Environmentalism", *Regional Science and Urban Economics*, Vol.47, pp.61~71.
- (72) Zhu, S., Hey, C. and Zhou, Y., 2017, "How to Jump Further and Catch Up? Path-breaking in an Uneven Industry Space", *Journal of Economic Geography*, Vol.17(3), pp.521~545.

Transportation Infrastructure and Industrial Structure Upgrading: Evidence from China's High-speed Railway

Sun Weizeng^a, Niu Dongxiao^b and Wan Guanghua^c

(a. School of Economics, Central University of Finance and Economics; b. Hang Lung Center for Real Estate and Department of Construction Management, Tsinghua University; c. Institute of World Economy, Fudan University)

Abstract: This paper presents the first systematic generalization of three effects of transportation infrastructure affecting industrial structure from the perspective of inter-city interactions: division of labor, convergence effect and learning effect. Using the panel data of 280 cities in China from 2005 to 2019, this paper assesses the extent to which the construction of China's high-speed rails (HSR) has contributed to the industrial structure upgrading. Empirical estimates indicate that, firstly, HSR connections significantly promote cities' industrial structure upgrading, and the effect contributes to 3.75%~4.84% of the overall structural upgrading during the period. Secondly, there is significant heterogeneity in the HSR effect: (1) If two cities connected by HSR feature different industrial structures but similar economic development stages, the labor division effect dominates and leads to the polarization of industrial structures—the difference in industrial structure index between the two cities becomes larger; (2) If two cities connected by HSR feature both different industrial structures and different economic development stages, the convergence effect dominates and the industrial structures between the cities become more similar; (3) Influenced by the "structural slowdown" during China's economic transition period, the phenomenon that cities with more advanced industrial structure leaning from cities with lower industrial structures is more obvious. Thirdly, HSR reduces the difference in the leading industries of industrial parks between connected cities, and encourages patent cooperation and cross-citation, which empirically verifies the three HSR effects. These results have important theoretical and policy implications for understanding the role of transportation infrastructure networks in promoting industrial structure transformation, economic integration, and regional division of labor.

Keywords: High-speed Rail; industrial structure upgrading; division of labor; convergence effect; learning effect

From Financial Institutions to Industrial Firms: The Contagion Mechanism and Prevention of Liquidity Risk: A Multi-Case Study of SMEs Credit Guarantee Industry

Tan Zhijia, Zhang Qilu, Zhu Wuxiang and Li Haoran

(School of Economics and Management, Tsinghua University)

Summary: The economic development and innovation of China are dominated by SMEs. The Chinese government has made great efforts to develop the credit guarantee industry to help SMEs to finance and grow. Different from the credit guarantee industry in developed countries which is dominated by policy guarantee institutions, mutual guarantee institutions and CDS, numerous commercial guarantee institutions have emerged in China, but triggered three default waves during the economic downturns in 2008, 2011 and 2015. The default of one guarantee institution could affect hundreds of SMEs and cause huge economic losses. Extant literature reveals risk contagion effects among real enterprises, among financial institutions, and from real enterprises to financial institutions, but neglects the possibility of risk contagion from financial institutions to real enterprises. Moreover, existing theories, including the information spillover mechanism and the counterparty mechanism behind liquidity risk contagion, cannot explain the facts that in the three default waves, liquidity risk spread within unrelated enterprises. Those enterprises did not belong to the same industry or hold similar assets, and they were not connected via upstream transaction relations, debt or contingent debt-holding relations. According to the risk contagion theory, it is believed that the financial system can absorb and insulate risks from real economy, which contradicts both the characteristics of the China's credit guarantee industry and the ideas of financial accelerator theory.

In this paper, we conduct a multi-case study on risk contagion effects and its governance mechanisms by selecting five positive cases which ultimately survived and five negative cases which caused significant risk contagion consequences during economic downturns. Through summarizing the five negative cases and a cross-case comparison, we find evidence that (1) liquidity risk can be transmitted through transaction relations, (2) the risk can be transmitted from financial institutions to real enterprises, and (3) the risk transmitted via financial institutions can be magnified, exacerbated, and accelerated. By comparing these cases, we also propose behavioral risk reduction strategies and operational risk management strategies as effective solutions. The former includes looking for related stakeholders to share risks and timely disposal of non-performing assets. The latter includes balancing bargaining positions, the allocation of risks and returns among entities in the transaction, and constructing an early-warning system based on daily operational data.

This paper investigates the risk contagion effects to explain the special evolution of the credit guarantee industry in China. We propose three suggestions to avoid large-scale risk contagion incidents. First, the government should make full use of its anti-risk capabilities, including its high credit, resources owned by law enforcement authorities, and the construction of operational big data system and credit information transmission system between financial institutions. Second, supervisors should maintain regulatory flexibility and be alerted to the overreaction of financial institutions caused by strict risk regulations and thereby large-scale risk contagion during economic downturns. Third, authorities should encourage financial innovations in accord with risk contagion prevention principles and raise entry thresholds of the credit guarantee industry. This paper enriches research on the counterparty mechanism behind risk contagion effects and initiates research on the risk contagion from financial institutions to real enterprises. This new direction of contagion can explain the phenomenon of risk contagion among plentiful unrelated enterprises and the totally different evolution characteristics of the credit guarantee industry in China, and resolve the contradiction between the risk contagion theory and the financial accelerator theory. Fund withdrawal behavior of financial institutions and its impact, more methods of restraining risk contagion, and empirical study on this new direction of risk contagion are all important topics for future research.

Keywords: SMEs; credit guarantee; risk contagion; risk management; case study

JEL Classification: G21