

——2002年中国博士后经济与管理前沿论坛论文汇编

民营及中小企业发展

北京大学博士后办公室 / 编

MINYING JI
ZHONGXIAO QIYE FAZHAN

张圣平 魏学坤 / 主 编
赵北亭 余 斌
盖文启 于立勇 / 副主编



经济科学出版社

民营及中小企业发展

——2002 年中国博士后经济与
管理前沿论坛论文汇编

北京大学博士后办公室 编
张圣平 魏学坤 主 编
赵北亭 余 斌 副主编
盖文启 于立勇

经济科学出版社

责任编辑：吕 萍 于海讯

责任校对：徐领弟

版式设计：代小卫

技术编辑：王世伟

民营及中小企业发展

——2002 年中国博士后经济与

管理前沿论坛论文汇编

北京大学博士后办公室 编

张圣平 魏学坤 主 编

赵北亭 余 斌 副主编

盖文启 于立勇

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

天宇星印刷厂印刷

河北三河新路装订厂装订

880×1230 32 开 11.5 印张 310000 字

2004 年 3 月第一版 2004 年 3 月第一次印刷

印数：0001—2000 册

ISBN 7-5058-4013-4/F·3310 定价：16.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

民营及中小企业发展 / 张圣平, 魏学坤主编. —北京:
经济科学出版社, 2004. 3

ISBN 7-5058-4013-4

I. 民… II. ①张… ②魏… III. ①私营企业-经
济发展-研究-中国②中小企业-经济发展-研究-中
国 IV. F279.24

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 013050 号

前 言

北京大学博士后管理办公室、北京大学博士后联谊会以及中国博士后科学基金会曾牵头发起了“全国经济学管理学博士后学术大会”，其宗旨是“促进我国经济学管理学博士后学术群体的学术交流，提高我国博士后培养质量”。这次倡议得到了博士后设站单位的积极响应，自1997年在北京大学举办首届大会以来，每年在不同的承办单位成功召开。随着我国博士后事业的蓬勃发展，企业博士后工作站增长很快，博士后作为一个高层次的特殊群体，在我国的社会经济发展中贡献着自己的力量。经济学与管理学是致用之学，北京大学博士后管理办公室、北京大学博士后联谊会于2001年创办了“中国博士后经济与管理前沿论坛”，目的是为政府官员、企业家、学者以及博士后研究人员提供一个相互交流、讨论的平台，每年就社会经济发展中的热点问题进行比较深入的探讨，倡导博士后研究人员“学以致用，回报社会”。

“2002年中国博士后经济与管理前沿论坛”于2002年10月15~16日在北京大学光华管理学院举行，论坛的主题是“民营及中小企业发展”。北京大学光华管理学院曹凤岐教授、北京大学经济学院肖灼基教授、中国社会科学院金融研究所所长李扬研究员、国务院体改办夏小林研究员、时任国家外经贸部外国投资管理司司长胡景岩先生等出席论坛并做主题演讲；来自政府、企业界的人士以及博士后研究人员等80余人参加了本次论坛。我国正处于中小企业政策体系的形成过程之中，目前中小企业超过1000多万家，

其中 85% 为民营企业，民营中小企业机制灵活，就业容量大，是中国经济发展的重要力量和创新源泉。然而，我国中小企业缺乏多元化的融资渠道，企业资本金严重不足，在发展战略、资本运作、治理结构、管理水平、技术创新等方面存在许多问题，阻碍了企业的持续发展。与会人员围绕民营及中小企业的发展战略、融资策略、技术创新、治理结构、人力资源管理 etc 等议题进行了深入探讨，并举行了博士后与企业家、创业者的恳谈会。

本书就是此次论坛入选论文的集合，它反映了作者们在各自选题上的思考、观点和论证方法。希望读者从中有所受益。

本次论坛由北京大学博士后联谊会、北京大学博士后管理办公室、中国博士后科学基金会、北京博士后联谊会、中国华融资产管理公司博士后科研工作站联合主办，并得到北京大学光华管理学院、经济学院、政府管理学院、福建省晋江市人民政府、北京市东城区名人专家学者协会、国家科技部火炬高技术产业开发中心等单位的大力支持，对此深表谢意。

编 者

2003 年 12 月

目 录

中小企业融资问题的一般分析·····	徐良平 (1)
内生障碍、关系融资与中小企业金融支持·····	张圣平 徐 涛 (28)
提高民营及中小企业融资能力的对策研究·····	童 威 (42)
总部经济战略与中小企业发展研究·····	赵北亭 (50)
西部地区民营企业的发展·····	应益荣 李 桃 (57)
中小企业融资环境优化研究·····	吴宗法 王浣尘 沈 猛 (64)
民营经济参与 AMC 运作研究·····	华金秋 (72)
民营企业在金融资产处置中的贡献与发展机遇·····	董贵昕 (85)
实施条件约束下的中国股权激励模式选择·····	郭 晔 (95)
我国中小企业融资模式及行为规范探讨·····	尚 杰 (105)
中小企业融资的制度分析·····	周兆生 (113)
论民营企业的外源融资·····	严红波 (127)
债转股企业股权重组的信托机制研究·····	李有根 (133)
企业战略理论的竞争优势观及其演进·····	叶 勤 (146)
国际经济规则与中国民营企业经营策略·····	章 铮 (157)
创业企业技术战略决策中的三个问题分析·····	邱 琼 (179)
海淀留学人员创业园创业企业发展特征	
——基于平衡计分法的分析·····	李 布 高 怀 (189)
以作业管理为基础的预算管理体系·····	张双才 (208)
企业竞争力的管理与评价·····	彭丽红 (216)
企业生命模型研究·····	周 晖 (226)

科技创业型成长企业的领导模式	牛 强 (241)
期望匹配度对个体效能变量的影响实证研究	
究	张 勉 张 德 (251)
知识经济时代的人力资源管理创新研究	
——部门经理末位淘汰制方案探索	徐旭珊 刘家诚 黄玉清 (266)
我国人力资本和人力资本投资研究	杨 军 (276)
人力资本属性与投资决定	于立勇 (288)
中小企业的人力资源管理探析	胡孝德 (296)
关于非国有企业治理绩效影响因素的调查报告	高明华 (304)
建立中国“二板市场”的可行性分析	佟光霁 (311)
竞争性佣金体制下的券商成本管理新思维	田晓军 (325)
我国科技成果转化服务体系存在的若干问题及	
对策	任 颢 黄昌利 (333)
中小企业投资与中国的货币政策传导机制	张 颖 (342)
附录一：在 2002 年中国博士后经济与管理前沿	
论坛上的发言	魏学坤 (355)
附录二：中国华融资产管理公司博士后科研工	
作站简介	(359)

中小企业融资问题的一般分析

徐良平

(北京大学博士后流动站, 深圳证券交易所博士后工作站)

摘要: 本文从企业融资性质的一般性出发, 分析了决定中小企业融资行为和方式的供求因素。认为: (1) 无论从中小企业融资的需求还是供给方面看, 中小企业融资难有其客观的内在基础; (2) 解决中小企业融资问题必须综合考虑其融资需求和投资者投资行为, 同时还必须结合中小企业成长的阶段性, 其核心是要降低中小企业与投资者之间的信息不对称程度; (3) 由于中小企业各种融资方式间存在功能上的互补或替代关系, 因而解决中小企业融资问题应考虑到每一种融资方式之间的联系, 从而解决的方式应多种多样。其政策含义是: (1) 健全信用担保体系, 加强金融市场建设, 发展区域性类似于 OTC 形式的权益和债务市场, 通过建立多层次的金融市场满足各类不同中小企业的融资需求; (2) 由中小企业强弱弱群特点决定, 政府在解决中小企业融资问题中的作用是任何其他主体不能替代的。

关键词: 中小企业 企业融资 金融市场

融资是任何一个企业从事经济活动必不可少的前提。如果一个企业不能及时筹集到企业发展所需要的资本, 则必将阻碍企业的进一步发展。此时, 能否解决融资问题就成为一个企业成长和可持续发展的关键。然而, 由于不同类型和成长阶段企业的性质及其面临的外部不确定性因素存在着较大差异, 这就决定了解决不同类型企业融资问题的方式也必然不同。由此看来, 如何创造性地解决中国中小企业融资问题, 必须首先在一般意义上探讨企业融资的本质, 即什么因素最终决定了企业融资的行为和方式, 在此基础上探讨不

同类型和成长阶段企业融资需求的特征及满足其融资需求的可能渠道或方式。

一、企业融资的一般性质

由于企业融资可以看成是由企业和作为资金供给者的投资者之间博弈的结果，因而企业融资的性质可从企业和投资者两方面认识。从企业自身看，企业之所以需要融资，主要是为了满足企业发展对资本的需要。但在企业不同的成长阶段，对资本的需求表现出不同的规模特征，其融资结构和成本也必然不同，从而就需要选择不同的融资方式以满足不同规模的融资需求。

同样，对于不同规模和行业的企业来说，其对资本的需求规模和融资成本也表现出不同特征。一般而言，规模较小企业的融资需求较低，而规模较大企业对资本要求较高，因而对融资的需求规模较高。从行业来看，制造业企业由于其投入成本较高，经营活动和资金使用涉及的面相对较宽，资金周转相对较慢，因而资金需求量也较大，而对于其他非制造业服务型企业（包括具有成长性的高科技企业或创业企业）来说，由于其投入资金的规模要求一般较低，经营活动和资金使用的面较窄，资金周转的速度较快，因而其需求特点表现为量小和频率高。从这一意义上讲，企业融资的规模及其融资方式的选择与企业规模及其所在行业的类型存在着密切关系。企业融资的性质因此表现为如何根据融资需求规模和融资成本选择与企业类型和成长阶段相适应的融资方式。

从投资角度看，资金供给者之所以愿意将其拥有的资金投入企业，其目的是要从所投资企业获得高于无风险利率（如银行存款利率或国债利率）的报酬。问题是，投资者如何进行投资决策以判断投资于哪个企业才能实现其投资目标呢？这就需要投资者考察其投资面临的风险—收益关系，进而就需要充分了解影响风险—收益关系的各类信息，包括企业生产经营的历史、现状和未来的情

况,实质上表现为融资能力^①和盈利能力两类信息。通过融资能力信息的掌握,可将投资风险控制一定范围内,通过盈利能力的充分了解,可保证其投资的未来收益。将这两方面的信息综合起来就可以确定被投资企业的投资价值。只有企业具有投资价值时才能使投资者对企业进行实际投资,从而满足企业的融资需求。相反,如果投资者不能真实地知道企业盈利能力和融资能力的信息,从而形成投资者与企业之间的信息不对称^②,将使投资者不能准确地判断企业的投资价值,从而,即使企业确实具有投资价值,理性的投资者也将由此减少其投资规模,甚至做出不投资的决策,其结果将使企业的融资需求得不到有效实现。所以,对于具有投资价值的企业来说,能否增加投资者的投资欲望和提高其投资积极性的关键在于投资者对企业上述两类信息的掌握程度,从而企业的融资需求能否实现以及实现的程度取决于企业信息能否为投资者所了解及其了解的程度。就此而言,企业融资问题就等价于企业与投资者之间存在的信息不对称问题。不同的融资方式事实上是为了解决企业与投资者信息不对称问题而产生并随着信息不对称程度的发展而变化的融资制度。从这一意义上说,企业融资的性质又表现为如何依据企业与投资者存在的信息不对称情况选择最适宜的融资方式,据此降低逆向选择和道德风险的发生,真正实现融资效率的提高。所以,任何一个企业如何解决其融资问题将不仅取决于企业的行业性质和其发展阶段表现出的融资需求特征,更重要的还取决于所选择的融资

① 融资能力在这里是指企业获取外部融资的能力,即投资者在企业现有条件下愿意投资给企业资金规模的最高限额,投资者愿意提供的限额越高,表明这一企业的融资能力越强。影响融资能力的因素主要包括企业的信用记录和盈利记录、可供抵押的资产规模等因素,投资者根据企业融资能力大小确定其提供给企业的信用额度,从而这一信息的掌握是投资者控制其投资风险的重要手段。

② 本文所指信息不对称具有两方面含义:一是指投资者与企业之间存在的信息不对称,即企业掌握着比投资者更多的企业内部信息;二是指投资者和企业掌握企业过去和现在的信息与其未来信息之间的不对称。由此出发,企业融资制度不仅要纾解投资者与企业之间的信息不对称程度,以避免逆向选择和道德风险的发生,同时还必须具有发现企业未来价值的功能。

制度在解决信息不对称问题上的有效性。

将上述两个角度结合起来，企业融资的性质可概括为：企业融资是为了满足企业发展对资本的需求进而依据不同类型和成长阶段企业的融资需求和成本选择能最有效地解决信息不对称问题的融资方式的过程，最终实现企业融资和投资者投资之间的博弈均衡。无论对于大企业还是中小企业，其性质都是如此。基于此，中小企业与大企业在融资问题上并没有本质差异，只是由于它们与投资者间不同的信息不对称程度导致了解决其融资问题方式的差异。所以，对于中小企业来说，其融资问题的实质就是要找到适用于不同类型和成长阶段企业融资需求特征并能有效降低信息不对称程度的融资方式和手段，其核心就是找到有效的融资方式能够降低中小企业与投资者的信息不对称程度。

二、中小企业成长过程中的风险与融资需求特征

中小企业的成长和发展一般要从初创期进入发育、成长、成熟和衰退等阶段，而在这一周期的不同阶段，中小企业面临的风险因素与融资需求特征各不相同。

在中小企业初创期，由于其产品处于研发阶段或市场开拓阶段，因而其市场占有率较低、拥有的资产规模较小、无盈利记录和抵押能力。这一状况决定了此阶段中小企业发展所面临的各种风险（市场风险和技术风险等）较大，其抵御风险的能力也较低，同时，对资本的需求相对较小，因而其融资需求的规模也较小。

发育期的中小企业虽然产品开发已经有了一定的进展，但要使产品开发趋于成熟并得到消费者的认可还需要投入大量的资金，因而其对资金的需求相应地增大，但其面临的风险由于技术和市场的不确定性仍然较大，同时其拥有的资产规模和抵押能力较小，这又决定了中小企业面临的风险较大，对于无形资产比例较大的高科技中小企业来说尤其如此。

随着中小企业进入成长期，其产品得到市场认可使其产品销售得到迅速增长，市场占有率的迅速提高给企业带来了高额利润回报，此时要求企业的生产能力不断追加，从而企业资本扩张成为这一时期中小企业发展的内在需要，因而其融资的需求程度及其规模扩大成为中小企业成长阶段融资需求的重要特征。但此时可支配利润的再投资在一定程度上降低了融资需求。从风险的角度看，随着资产规模的迅速扩大和技术开发的相对成熟，其面临的市场风险和技术风险大大降低，同时企业的盈利能力和抵押能力的迅速提高增强了中小企业抗风险能力。

当中小企业发展到成熟期和衰退期时，产品的市场需求进入相对饱和阶段，企业面临的竞争压力使其承受的各种风险因素也不断增加，与此同时，资本需求规模的增加速度也将放缓甚至下降。

根据上述分析，中小企业面临的风险及其融资需求规模随其发展阶段的周期变化而表现出“剪刀差”特征（见图1）。

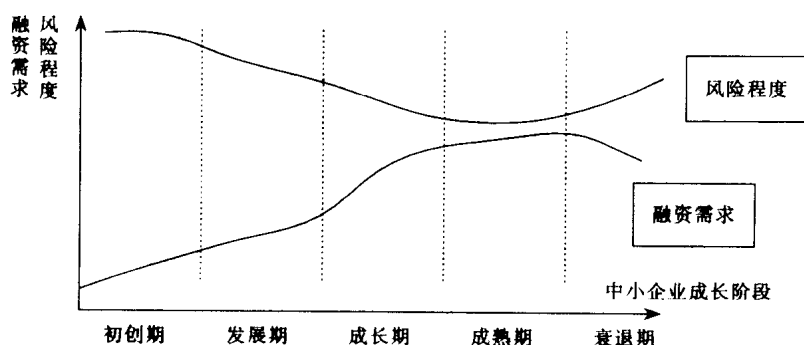


图1 企业的成长阶段与融资、风险等之间的关系

三、信息不对称与中小企业的资金供给

依据中小企业融资的实质，其融资将遇到与资金供给者之间信息不对称造成的融资障碍，即企业的逆向选择和道德风险行为将导致企业预算软约束，从而增加了资金供给者权益损失的可能性。资金供给者为了维护自身权益，势必想方设法给企业设置各种标准和限制，或者需要第三方提供有效的制度和措施，以识别“好”企业和约束“坏”企业的道德风险行为。因此，中小企业资金供给问题就是如何降低企业与资金供给者之间的信息不对称，实现激励相容。考虑到金融制度的变化实际上是信息不完全和信息不对称程度的缓解，所以，本小节将首先从一般意义上探讨信息不对称和道德风险与中小企业资金供给的关系，然后从各种不同成长阶段的中小企业在融资能力上的差异分析中小企业的资金供给状况。

（一）信贷配给与中小企业资金供给

与大企业不同，由于中小企业的经营范围和规模较小，与其有关的供给、客户、财务、经营者的经营能力等信息一般不在媒体上公布，同时没有权威的信用评级机构对其进行评级，也不能向投资者提供审计的财务报表。这样，中小企业的信息不对称程度及其潜在的逆向选择和道德风险问题都较大企业严重。正由于此，中小企业要从正规渠道获得债务融资较为困难，并在银行信贷市场上成为银行信贷配给（credit rationing）的主要对象。

Stiglitz 和 Weiss（1981）在引入了信息不对称和道德风险因素后较圆满地解释了信贷配给的主要原因，并成为分析中小企业融资问题的主要模型（以下简称 S-W 模型）。这一模型假定在银行和借款人之间存在着信息不对称，即借款人知道项目的具体风险，银行可以了解整个借款人集团的风险统计分布情况但不能准确地判断

这种风险，其结果，借款人通常倾向于披露有利于获得贷款的信息，隐瞒或不披露不利的信息。在上述前提下，银行提供贷款的预期利润 $E(\rho)$ 取决于贷款回报 R 和借款人的现金分布，即

$$E(\rho) = \rho(R, \sigma)$$

此时借款人的利润为 $\pi(y) = \max(-C, y - R)$

式中 C 为抵押品价值， y 为项目的现金流量， R 为企业支付的利息。假定在风险 σ^* 下，企业的最低利润水平为 π ，则有：

$$E[\pi(y) | \sigma^*] = \pi$$

只有在上述利润水平上，企业才会申请贷款。如果在风险 $\sigma_{\max}$ 下，企业的预期利润最大，即：

$$E[\pi(y) | \sigma_{\max}] = \pi_{\max}$$

从而，企业贷款的需求量将取决于风险区间 $[\sigma^*, \sigma_{\max}]$ 中企业的总数及其贷款需求量。此时银行的预期收益将取决于银行对企业信息的了解程度。如果银行对企业的信息完全了解，银行就可以通过对不同企业面临的风险确定不同的利率使 $E(\rho)$ 最大化，即对风险为 σ^* 的贷款收取 R^* 的利息，而对风险为 $\sigma_{\max}$ 的贷款收取高于 R^* 的利息。但在信息不对称条件下，由于银行只能判别贷款人的集体风险 σ ，此时如果银行采用增加利息的方法，它将面临逆向选择问题（见图 2），从而导致市场的失败。解决这一问题的方法就是对企业实行信贷配给。由于中小企业存在着比大企业更为严重的信息不对称问题，因而，银行更倾向于对中小企业实行信贷配给，从而减少了对中小企业的资金供给。

这是由于在信息不对称情况下，银行无法无成本地区分出各类借款者尤其是中小企业的风险状况，从而利率的提高（如图 2 中利率从 r_1 提高到 r_2 ）将使那些风险中的潜在借款者或者风险度较低的项目退出市场，而那些风险偏好的投资者或风险较大的项目却不会受此影响。这样，利率的提高所产生的逆向选择使贷款的风险增加了，从而银行的预期收益将下降（如图 4 中的收益曲线 R ），其结果在高利率下银行将减少其信贷量。所以，银行的信贷供给曲

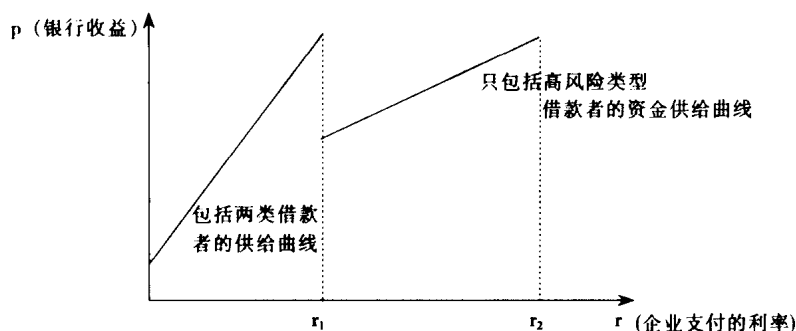


图2 Stiglitz-Weiss 借款者的逆向选择模型

资料来源: Goodhart, C. A. E., 1989, *Money, Information and Uncertainty* (2nd edn.), P 172, London.

线是一条向下弯曲的曲线,如图3中的 $S(R)$ 。同时由于随着银行利率的提高,企业的信贷需求下降,从而银行信贷需求曲线向右下方倾斜,如图中的 D_1 。假定 D_1 为信息对称下企业的信贷需求组合, D_2 为一组存在信息不对称问题的信贷需求曲线。在前一种情形下, D_1 与供给曲线 $S(R)$ 相交,在均衡利率水平 R^* 上实现信贷市场的竞争性均衡,此时不会有信贷配给。而在后一种情形下,其利率水平取决于银行预期收益最大化的配给利率 R^* ,其均衡也就表现为信贷配给均衡。因为银行在不能分辨单个企业的风险,而且随着利率的提高,其贷款的风险也相应增大的情况下,为了保护自身利益只能选择信贷配给的方式。进而为了避免逆向选择,银行将对第一类企业的贷款收取竞争性均衡利率 R^* ,而对第二组企业收取配给均衡利率 R^* ,其对第一类企业的贷款供给是 M_1 ,而对第二组企业的供给量是 $M_2 - M_1$ 。由此看来,在不同的信息状态下,银行通过价格歧视实行信贷配给,承担了不同的风险并最终获得了最大的预期收益 $E^*(\rho)$,从而银行通常对信息透明度高且现金流量稳定的大企业提供利率较低的贷款,而对信息不对称程度较高的中

小企业以较高利率实行信贷配给。

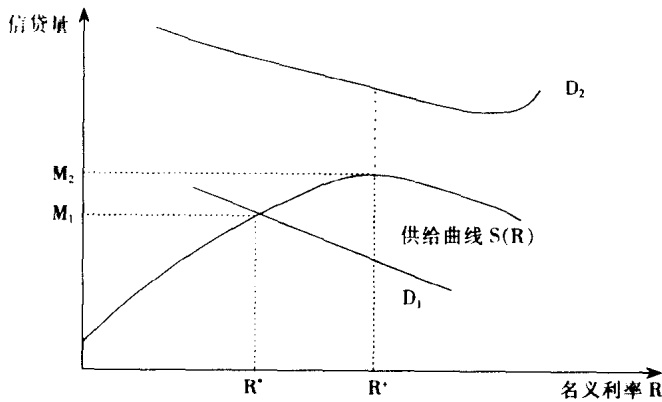


图3 均衡信贷配给

资料来源: Freixas and Robert, 1997, P140, 转引自: Alexander Cobham, 1999.

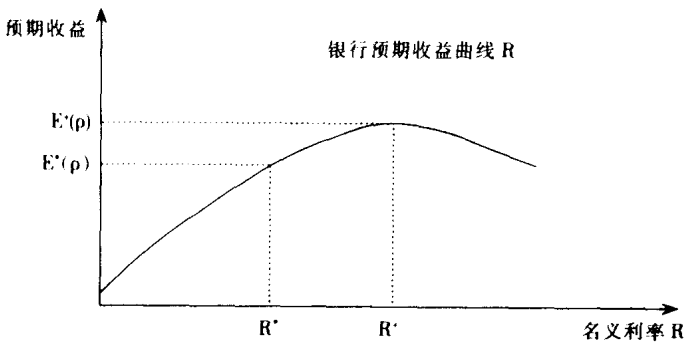


图4 信贷配给下的利率与银行预期收益