

国家社会科学基金重点项目

◎ 欧阳晓 等著

中国支持中小企业发展的 政策和服务体系研究

中国社会科学出版社

ZHONGGUO ZHICHI ZHONGXIAOQIYE FAZHAN DE ZHENGCE HE FUWU TIXI YANJIU

国家社会科学基金重点项目
批准号：07AJY001

中国支持中小企业发展的 政策和服务体系研究

◎ 欧阳晓 等著

ZHONGGUO ZHICHI ZHONGXIAOQIYE FAZHAN DE
ZHENGCE HE FUWU TIXI YANJIU

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国支持中小企业发展的政策和服务体系研究 / 欧阳晓等著.
北京: 中国社会科学出版社, 2009. 5

ISBN 978 - 7 - 5004 - 7759 - 4

I. 中… II. 欧… III. 中小企业 - 经济发展 - 研究 - 中国
IV. F279. 243

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 069593 号

责任编辑 官京蕾

责任校对 王雪梅

封面设计 子 时

技术编辑 李 建

出版发行 **中国社会科学出版社**

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010 - 84029450 (邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京奥隆印刷厂

装 订 广增装订厂

版 次 2009 年 5 月第 1 版

印 次 2009 年 5 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16

印 张 18.5

插 页 2

字 数 290 千字

定 价 35.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

前 言

在经济全球化条件下,中小企业已经成为各国经济社会发展中的重要力量;构建支持中小企业发展的政策和服务体系,越来越成为国内外学者探讨的热点问题。

国外的中小企业理论大体上经历了三个阶段,即资本主义早期的“中小企业淘汰论”、垄断资本主义时期的“中小企业存在论”,以及当代的“中小企业发展论”。发达国家对建立中小企业发展支持体系开展了系统的研究,如美国、日本和欧盟国家,其内容包括:健全管理和服务机构,促进创业融资和技术创新,提供税收优惠和财政补贴,加强信用担保和信息服务,重视集群发展和人才培养等。从有关的文献材料看,菲利普·夏皮尔(Philip Shapira)(2001)从分析格鲁吉亚洲中小企业的发展情况出发,研究了美国扶持中小企业的政策系统。明格森(Jean-Paul Mingasson)(2004)研究了欧盟支持中小企业发展的工业政策;福岛久一(2002)研究了中小企业政策的国际比较;凯博瑞(Shohei Kaibori)(2001)研究了转轨国家中小企业的发展和政策支持;金(Chuk Kyo Kim)(2005)研究了韩国中小企业的发展政策。

20世纪90年代中期以来,国内学者对中小企业发展的政策和服务体系进行了比较系统的研究。其中5位学者的研究成果具有代表性:一是陈乃醒主编的3部《中国中小企业发展与预测》;二是张俊喜等主编的《中国中小企业发展报告》;三是林汉川主持的国家自然科学基金重点项目《中国中小企业发展问题》的成果;四是张炳申主持的国家自然科学基金重点项目《我国中小企业发展与支持系统研究》的成果;五是陈晓红主持的我国中小企业融资系列研究的成果。他们通过对中国中小企业发展状况以及国外经验的比较分析,提出了一些有价值的观点和对策。

国内的研究主要围绕三个方面进行:(1)中小企业发展的特点和机制的研究。陈乃醒(2002)分析了中国中小企业发展的特点、问题与对策。周天勇分析了经济运行与增长中的中小企业作用机理。林汉川(2003)分析了中国中小企业发展的机制。张俊喜(2005)分析了中国中小企业的分

布和整体状况。(2) 中小企业发展支持体系的研究。2000年9月,我国出台了《关于鼓励和促进中小企业发展的若干政策意见》,2002年6月通过,2003年1月1日实施的《中华人民共和国中小企业促进法》,从资金支持、创业扶植、技术创新、市场开拓、社会服务等方面规定了政策措施。同时,陈乃醒、张俊喜、陈晓红、李庚寅、张炳申、罗国勋、易国庆、林汉川等,从不同的角度研究了中国中小企业发展的政策与服务体系,有的还专门研究了金融体系、信用担保体系和财税支持体系。(3) 中小企业发展支持体系的国际比较。陈吉元(1994)、刘乃全(2003)、王振(2004)、张春风(2004)等,分别对德国、意大利、日本、美国的中小企业发展政策进行了专门研究;欧阳晓(2006)专门研究了欧盟国家的中小企业发展政策;王勤(1999)专门研究了东盟国家的中小企业发展政策;王黎明(2003)专门研究了中小企业服务体系的国际经验。概括起来,国内研究积累的主要成果有三个方面:一是分析了我国中小企业发展的现状和问题,为提出有价值的支持政策创造了条件;二是分析了国外中小企业发展促进体系的经验,为构建中国中小企业发展的促进体系提供了借鉴;三是提出了中国中小企业发展支持体系的基本框架,为进一步的深入研究奠定了基础。

综上所述,虽然国外的研究具有系统性和深度,但由于国情的不同,包括经济制度、企业制度、经济环境和企业素质的不同,不可以简单地套用到中国。而国内的研究存在三大缺陷:一是往往从某个子系统进行研究,即使是综合研究也主要是将各个子系统进行分项逐个地考察,而不重视分析各个子系统之间的联系,不重视研究它们之间相互作用的机制,从而没有解决好中小企业发展政策支持的系统性;二是对中小企业的扶植往往是以单个的企业为对象的,在实行中出现了向单个企业提供融资等条件的现象,而没有以扶植企业集群为出发点,从而难以形成整体效应;三是将研究重点集中在解决中小企业的融资问题上,而且往往是就“融资”谈“融资”,没有放开视野去寻找融资难背后的深层原因,没有从经济环境和企业素质(特别是创新能力和信用水平)相结合上进行科学的分析,所以不可能使融资问题得到根本性的解决。因此,从理论上说,还需要更加深入地研究支持中小企业发展的政策和服务体系,将这种体系作为一个相互联系的有机整体进行研究,从改善经济环境和提高企业素质,特别是技术创新和信用水平上进行研究,从而促进中小企业理论研究的深入和发展。欧阳晓教授主持的国家社会科学基金重点项目《我国支持中小企业发展的政策和服务体系研究》(批准号:07AJY001),正是围绕着这样的宗旨进行的。

我们将项目研究的主要内容确定为三个方面：(1) 对国外与国内的小企业、我国东部地区与中西部地区中小企业的发展进行比较研究，总结、概括发达国家和我国沿海发达地区支持中小企业发展的经验，分析中西部地区中小企业发展滞后的制约因素，为开展研究提供可借鉴的内容；(2) 对我国支持中小企业发展的政策和服务体系的现状进行深入研究，分析当前存在的阻碍中小企业可持续发展的关键性问题，根据社会资本理论的原理，提出促进中小企业发展的政策体系和服务体系的基本思路；(3) 围绕着怎样以改善提高生产率的环境为基础，构建促进中小企业可持续发展的科学运行机制，为政府提供制定具体的政策和措施的有价值的建议。开展研究的基本思路：一是分析我国中小企业发展的状况以及存在的问题，分析中国中小企业发展的机制，提出构建我国中小企业发展支持体系需要解决的关键性问题；二是通过我国与发达国家以及我国东部地区与中西部地区中小企业竞争力的比较研究，提出构建我国中小企业发展支持体系需要解决的方向性问题；三是从整体效应研究构建我国中小企业发展支持体系，将考虑问题的顺序从“企业发展→产业发展→区域发展”转变到“区域发展→产业发展→企业发展”。

在项目的研究过程中，我们采取的基本方法是：(1) 理论分析方法。运用社会资本理论，研究如何为中小企业创造融资、创新及集群发展的整体环境，遵循从理论到实践再到理论的路线，提出新的思想理论观点。(2) 实证分析方法。选择浙江、广东、陕西和湖南的案例，进行实证的分析和研究，寻找发达地区的经验与不发达地区的出路，提出构建中小企业发展支持体系的新思路。(3) 比较分析方法。选择发达国家与中国，中国的发达地区与不发达地区的企业，进行比较分析和研究，提出完善我国中小企业发展支持体系的新对策。整个研究是建立在系统的调查研究基础上的。项目组成员分赴湖南、广东、浙江、陕西等省，进行了为期四个月的实地调查。共向企业、政府发放问卷 1100 份，回收 746 份，有效问卷 564 份。通过对调查样本及数据的统计，做出了系统的数据分析报告，并以这个报告作为研究的实践基础和客观依据。

中小企业发展支持体系的研究已经取得了较多的成果，但是，我们提出了一些有新意的观点：(1) 中小企业发展的“瓶颈”是融资难、资金不足的问题，但不能单纯地就融资抓融资。核心的问题是在于解决中小企业自身的素质问题，主要是由较低的创新力所导致缺乏后劲和发展潜力以及信誉过低的问题。因此，扶持的重点需要从金融支持、财税优惠等方面转到关注企

业自身的素质和能力建设上。(2) 中小企业发展的支持体系应该是一个能够发挥整体功能和效应的有机联系的系统,我们不能孤立地去研究某个子系统。因此,应该把子系统放在总系统的框架内,与其他的子系统紧密联系,研究中小企业发展支持体系的运行机制,从整体上把握支持体系,才能使之正常运行并发挥最大的效应。(3) 我国的政府机构及相关的支持机构在扶持中小企业时,由于某些方面存在着一定的利益冲突,因此存在着博弈,而效益差、没有成长潜力的中小企业往往通过不正当的手段挤占了有限的资源,造成了“劣币驱除良币”的现象。因此,要在政策措施的执行和监督上加大力度,真正形成支持中小企业发展的合力。(4) 政出多门将最终造成扶持效果的耗散,各扶持部门没有统一资金安排和使用的方案,导致了某些中小企业的寻租现象,也削弱了中小企业支持政策的效果。因此,有限的资源应该主要用来构建整体的支持体系,而非个体企业,从而产生网络效应和乘数效应。同时,我们提出了一个构建中小企业发展支持体系的新思路:(1) 基于系统论原理来研究中小企业发展支持体系。以往的国内研究者往往孤立地去研究某一个子系统,而没有重视它们之间存在的联系。本书把各个子系统联系起来研究,分析各个子系统之间互相影响的关系及系统运行机制,从而把政策支持体系建设成一个有机的、可以及时反馈问题、自我完善的系统。(2) 基于竞争力观点来研究中小企业发展支持体系。以往的政策和服务体系,只是一般地考虑支持中小企业的发展,而没有真正抓住核心的问题。本书把增强中小企业竞争力作为建构支持体系的“核心”问题,认为提出各种政策和服务措施,都应该从提高中小企业竞争出发。(3) 基于社会资本理论来研究中小企业发展支持体系。社会资本通过作用于个体(子系统)互动,影响个体的行为选择,并最终影响经济系统的发展。而中小企业的天然制约因素:资金不足、创新实力不足、市场开拓能力不足等问题,都可以依赖社会资本的作用从根本上得以解决,从而使支持政策具有网络效应、系统效应和乘数效应。

我们的研究取得了新的进展,这是源于前人的研究成果给我们的启迪,源于国内外经验给我们的借鉴,源于调查的材料给我们的依据,源于思考的闪光给我们的智慧。诚然,我们的研究无论在广度还是深度上仍然是有限的。我们期待的结果是:为中小企业理论的发展增添真理的颗粒,为各级政府制定政策措施提供合理的思路,也为我们将来研究的深化寻找一条新的路径!

目 录

前言	(1)
第一章 国内外文献综述	(1)
一 国外中小企业发展支持体系研究	(1)
二 国内中小企业发展支持体系研究	(21)
三 国内外研究的基本进展及其趋势	(35)
第二章 中国中小企业发展支持体系的现状	(41)
第一节 政策框架：《中小企业促进法》	(41)
一 《中小企业促进法》制定背景——我国中小企业 发展现状	(41)
二 《中小企业促进法》的基本框架	(41)
三 《中小企业促进法》的重要意义	(43)
第二节 改革开放实践中形成的体系雏形	(45)
一 国家及有关部门促进中小企业发展的法律法规及 政策规定	(45)
二 我国部分省市出台的优惠政策	(52)
第三节 现状分析：成功经验与存在问题	(56)
一 调查样本结构描述	(57)
二 调查样本数据对比分析	(58)
第三章 中小企业发展支持体系的比较研究	(71)
第一节 中国与发达国家的比较	(71)
一 中小企业的技术创新支持：中国与英国比较	(71)
二 中小企业的政府采购支持：中国与美国比较	(74)
三 中小企业的信用担保制度：中国与德国比较	(75)

四 中小企业的融资环境：中国与日本比较	(77)
第二节 中国与新兴工业化国家及地区的比较	(79)
一 中小企业的员工培训：中国与新加坡比较	(80)
二 中小企业的政策性融资渠道：中国与韩国的比较	(82)
三 中小企业的政府支持：中国与泰国的比较	(83)
四 中小企业的国际化道路：中国与马来西亚比较	(85)
第三节 中国不同地区之间的比较	(87)
一 组织支持政策评价数据对比分析	(88)
二 产业支持政策评价数据对比分析	(90)
三 创新服务体系评价数据对比分析	(92)
四 金融服务体系评价数据对比分析	(93)
五 财税服务体系评价数据对比分析	(95)
六 社会化服务体系数据对比分析	(97)
第四节 中小企业集群：借鉴与启示	(99)
一 问题的提出	(99)
二 对意大利企业集群的理论解释	(100)
三 社会资本与公司治理的逻辑	(102)
四 社会资本与中小企业集群相互演进的经济学分析	(104)
第四章 中国完善中小企业发展支持体系的思路	(110)
第一节 基于系统论原理的支持体系	(110)
一 系统论原理及评价体系	(110)
二 基于系统论原理的思路和政策建议	(119)
第二节 基于竞争力理论的支持体系	(122)
一 竞争力理论及评价体系	(122)
二 基本思路与政策建议	(124)
第三节 基于社会资本理论的合作发展支持体系	(129)
一 相关文献与理论假设	(129)
二 研究设计、数据与建模	(131)
三 实证结论与分析	(137)
四 政策建议——治理政府	(138)

第五章 构建支持中小企业发展的政策体系	(142)
第一节 政府的责任：政策导向和扶植	(142)
一 中小企业发展过程中政府责任的界定	(142)
二 政策导向和扶持是政府治理中小企业市场失灵的良方	(143)
三 政府政策在中小企业生命周期不同阶段的表述	(144)
第二节 财税支持政策	(150)
一 我国中小企业财税支持政策现状及评价	(151)
二 国外中小企业财税支持政策的经验	(155)
三 我国构建新型中小企业财税支持政策体系的指导原则	(158)
四 我国构建新型中小企业财税支持政策体系的思路	(160)
第三节 中科技创新的鼓励政策	(164)
一 中小企业科技创新的金融支持	(164)
二 中小企业科技创新的税收优惠政策	(166)
三 中小企业科技创新的立法保护政策	(167)
四 我国中小企业科技创新现状	(169)
五 我国中小企业科技创新面临的问题	(170)
六 我国中小企业科技创新的鼓励政策	(172)
第四节 产业发展的鼓励政策	(175)
一 我国中小企业产业发展相关政策的回顾	(175)
二 中小企业产业发展政策的国际比较与借鉴	(176)
三 我国中小企业产业政策需要进一步解决的问题	(179)
四 建立我国中小企业产业发展的鼓励政策体系	(180)
第六章 构建支持中小企业发展的服务体系	(185)
第一节 社会服务：市场机制的形成	(185)
一 市场机制下政府在中小企业社会服务体系中的职能 定位	(185)
二 加快培育市场机制下的中小企业社会服务体系的对策	(190)
第二节 金融服务和融资渠道	(193)
一 我国中小企业融资渠道狭窄的原因分析	(195)
二 为中小企业提供金融服务的国际经验借鉴	(199)
三 优化信贷环境，提高金融服务，完善我国中小企业融资 体系的政策建议	(201)

第三节 信息服务和信用管理	(206)
一 中小企业的信息服务	(206)
二 中小企业的信用管理	(212)
第四节 企业产、供、销一体化服务体系	(217)
一 产、供、销一体化的含义	(217)
二 企业产、供、销一体化服务体系的发展现状	(217)
三 企业产、供、销一体化服务体系缺失的成因	(218)
四 完善企业产、供、销一体化服务体系的措施	(220)
第五节 加强科技创业园区的建设	(223)
一 我国科技创业园的发展现状及存在的问题	(223)
二 国外科技创业园区建设措施的综合分析	(226)
三 我国加强科技创业园区建设的主要对策	(228)
附录	(233)
附录 A 完善我国中小企业发展政策和服务体系的建议	(233)
附录 B 课题调查数据分析报告	(237)
附录 C 课题调查问卷	(259)
参考文献	(269)
后记	(283)

Contents

Preface

Chapter 1: Related Literatures

- 1. 1 Foreign Literatures on Support-Systems for SMEs' Development
- 1. 2 Chinese Literatures on Support-Systems for SMEs' Development
- 1. 3 Developing Trends of Existing Researches

Chapter 2: Status of Support-Systems for SMEs' Development in China

- 2. 1 Policy Frame: The Law of Promoting SMEs
- 2. 2 The Systems Rudiment Formed since 1978
- 2. 3 Status Analysis: Experience and Problems

Chapter 3: The Comparison on Support-Systems for SMEs' Development

- 3. 1 The Comparison between China and Developed Countries
- 3. 2 The Comparison between China and NICs
- 3. 3 The Comparison between Different Regions of China
- 3. 4 SMEs Cluster: Analysis and Reference

Chapter 4: Ideas to Improve Support-Systems for SMEs' Development in China

- 4. 1 The Support-systems from the Viewpoint of System Theories
- 4. 2 The Support-systems from the Viewpoint of Competitiveness Theories
- 4. 3 The Support-systems from the Viewpoint of Social Capital Theories

Chapter 5: Policy-Systems for SMEs' Development in China

- 5. 1 Government's Duty: Policy Direction and Support
- 5. 2 Fiscal and Tax Supports

5.3 Encouragement Policies for Science and Technology Innovation

5.4 Encouragement Policies for Industry Development

Chapter 6: Establishment of Service-Systems for SMEs' Development in China

6.1 Social Service: The Formation of Market Mechanism

6.2 Financial Service and Financing Channels

6.3 Information Service and Credit Management

6.4 Service Systems of the of Production-Supply-Sale Integration

6.5 Suggestions for Promoting Science and Technology Venture Park

Appendix A: Suggestions for Improving Policy-and Service-Systems for SMEs' Development in China

Appendix B: The Report of Investigation Data Analysis

Appendix C: The Design of Investigation Questions

References

Postscript

第一章

国内外文献综述

一 国外中小企业发展支持体系研究

就单个企业来看,中小企业规模小、数量多、发展历史不长,因此没有突出的社会经济地位,但是如果从整体上把中小企业作为一个部门(事实上它们也完全堪称一个部门),它在活跃经济、吸纳就业、推动创新、维护稳定、增加产值等各个方面都起着举足轻重的作用,这一点无论在发展中国家还是发达国家都是不争的事实。美国是世界上“商业巨舰”最多的国家,但美国经济的真正核心是中小企业,最具活力的部分也是中小企业部门,美国中小企业数量占企业总数的99%,雇用了52%的工人,提供了51%的私营企业产值。欧盟中小企业数量占企业总数的99.79%(其中制造业中该比例为99.38%,建筑业中该比例为99.92%,服务业中该比例为99.87%),创造了60%的非公职岗位,创造了50%以上的增加值。法国中小企业雇员占全国就业总人数的53%,创造了44%的增加值。英国中小企业数量占企业总数的99.8%,雇用了56.3%的非政府雇员,创造了52%的增加值。德国中小企业创造了57%的GDP,雇员人数占雇员总数的69.3%。意大利被誉为“中小企业的王国”,制造业中99%以上为中小企业,它们吸纳的就业人数占全部就业人口的80%。日本中小企业数量占企业总数的99.8%,从业人员占全部从业人员的88%左右。新西兰96.8%的企业是中小型企业,中小企业从业人员占全部从业人员的42.7%,创造了36%的增加值。中国大陆改革开放以来,中小企业快速发展,已经成为国民经济的重要组成部分,目前在工商行政部门注册的中小企业已超过1000万家,占全国企业总数的99%,中小企业创造的最终产品和服务的价值占GDP比重超过50%,出口占60%,上缴税收占43%,并提供了75%的城镇就业机会。

尽管中小企业作为一个整体经济部门的地位非常重要,但是由于单个的中小企业并不引人注目,不仅在政府政策决定中长期被忽视,而且在过去很长一段时期内学术界也把过多的注意力投向大型公司。直到20世纪80年代

后期,学术界才开始普遍关注中小企业,研究中小企业发展支持体系问题。在中小企业成立、成长和发展的过程中,存在许多普遍性的障碍,比如融资“瓶颈”、信用档案、社会服务、政府支持、创新激励,等等,对于这些问题,学术界在近30年来进行了广泛探讨,产生了许多有价值的理论文献。特别是在这些中小企业研究文献中,学术界关注最多的是融资问题,因此本书给中小企业融资文献安排了相对较多的篇幅,同时关注中小企业创新和政府扶持等方面的研究进展。

(一) 标准的企业融资理论

企业的融资结构,又称资本结构(Capital Structure),是从融资方式的角度对企业资金结构的划分,指企业融资总额中内源性融资与外源性融资所占的比重。在西方学术界,中小企业融资理论与企业资本结构理论的关系非常密切,而后者又可以分为两个阶段:1958年以前的古典资本结构理论,1958年以后的现代资本结构理论。对于古典资本结构理论,美国经济学家杜兰德(D. Durand)(1952)^①进行了总结,并将其分为三类,即净收益理论、净经营收益理论和传统理论,前两者认为企业的负债率越高越好,后者认为负债率的高低对企业价值没有影响,因此融资方式的选择可以是任意的。现代资本理论产生于1958年,以莫迪里安尼(F. Modigliani)和米勒(M. Miller)(1958)^②在《美国经济评论》上发表的著名论文《资本成本、公司财务与投资理论》为界碑,在这篇论文中,两位作者提出了所谓的“MM定理”。根据“MM定理”,在完善的市场中,企业的融资结构选择与企业的市场价值无关。但是该定理是在严格的假设条件下得出的结论,与现实经济差距较远,在实际中也缺乏可行性。于是,这两位作者(1963)^③又进一步引入公司所得税这一变量,放松没有企业所得税的假设,允许企业利用税收政策,通过改变企业的资本结构来改变企业的市场价值,由于债务融资的免税特性,负税率越高的企业将使用越多的债务,即债务的“税盾效应”(tax shield effect)。

^① Durand, D. "Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement." In Conference on Research in Business Finance. National Bureau of Economic Research. New York, 1952: 215—247.

^② Modigliani, F., and M. Miller. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *The American Economic Review*, 1958, 48 (3): 261—297.

^③ Modigliani, F., and M. Miller. "Corporate Income Tax and the Cost of Capital: A Correction." *The American Economic Review*, 1963, 53 (3): 433—443.

修正的“MM定理”虽然考虑了负债带来的免税优惠,但却忽略了由于债务上升而形成的企业风险所带来的费用,于是罗比彻克(A. Robichek)和密斯特(S. Myers, 1966)^①对此作了进一步的补充,提出了权衡理论。该理论认为,制约企业无限提高负债比例、追求免税因素的关键是由于债务增加而上升的风险。随着企业财务比率的增加,企业陷入财务危机成本的概率也会增加,由此引起的财务成本一方面会降低企业市场价值,另一方面会降低企业债券购买者的收入预期,加大发行债券的成本,并导致企业发行债券困难,这两个方面都会抑制企业无限追求免税优惠。因此,企业最佳的资本结构应该是对债务的免税优惠利益与由债务上升带来的财务危机成本之间进行权衡的结果。权衡理论引入了均衡的概念,使企业资本结构具有了最优解的可能性,从而为现代企业资本结构研究提供了一种新思路。并且,权衡理论放松了“MM定理”关于无破产企业与企业投资政策和筹资政策独立的假设,相对而言更贴近实际,在70年代一度成为现代资本结构理论的主流学派。

詹森(M. Jensen)和麦克林(W. Meckling, 1976)^②把“代理理论”引入了企业资本结构的研究,发现代理成本是企业所有权结构的决定因素,融资结构会影响经营者的工作努力水平和其他行为选择,从而影响企业未来现金收入和市场价格;债权融资具有更强的激励作用,这种机制能够促使经理多努力工作,少个人享受,并且作出更好的投资决策,从而降低由于两权分离而产生的代理成本。罗斯(S. Ross, 1977)^③把企业资本结构的决定建立在内部人与外部人对有关企业真实价值或投资机会的信息非对称基础之上,认为公司的筹资结构可以看作市场内部人员的私有信息外在化的一种反映,从而将筹资问题归结为非对称信息的处理问题。罗斯模型的目的是要通过与管理者激励结构的联系,演变出一种与“MM定理”相一致的财务结构最优决定理论。罗斯认为,经理人员本身是内部人员,了解其企业收益的真实分布状态,而投资者不了解,如果市场高估企业证券价值,经理人员将从中受益;反之,如果企业破产,经理人员将受到相应的惩罚,因此投资者将

^① Robichek, A., and S. Myers. "Problems in the Theory of Optimal Capital Structure." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1966, 1 (2): 1—35.

^② Jensen, M., and W. Meckling. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, 1976, 3 (4): 305—360.

^③ Ross, S. "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach." *The Bell Journal of Economics*, 1977, 8 (1): 23—40.

高负债看作是企业高质量的一个信号。对任一负债水平而言,低质量企业的边际预期破产成本都较高,其经理人难以模仿高质量企业进行债务融资。这样,高质量的企业通过发行更多的债券可以将自己与低质量的企业区分开。

20世纪80年代以来,非对称信息理论在企业融资结构研究中得到广泛应用,其中影响最大的是梅耶(S. Myers)和马卢夫(N. Majluf, 1984)^①提出的“融资顺序理论”(pecking order theory)。该理论认为,各种融资方式的信息约束条件和向投资者传递的信号是不同的,由此产生的融资成本及其对企业市场价值的影响也存在差异,企业的融资决策是根据成本最小化的原则依次选择不同的融资方式,即首先选择无交易成本的内源融资,其次选择交易成本较低的债务融资,对于信息约束条件最严并可能导致企业价值被低估的股权融资则被企业排在末位。到了80年代末90年代初,有关资本结构理论的研究重点转向探讨公司控制权市场与资本结构的关系,阿洪(P. Aghion)和博尔顿(P. Bolton, 1992)^②在一个两时点的简单模型中,研究了由于债务的存在导致的控制权相机转移实现企业价值最大化的作用机理。他们发现,当出现公开观测到的、不利的收益信息时,将控制权转移给债权人是最优的,这样资本结构的选择也是控制权在不同证券持有人之间分配的选择,最优的负债比率是在该负债水平上导致企业破产时将控制权转移到债权人。实际上,股东对企业的控制要弱些,而债券持有者和银行对企业的控制要强些。对于担心失去控制权的经营管理者来说,最安全的方法是用未分配利润即内部资本来进行投资。因此,从一个对企业控制权有偏好的经营管理者来说,企业融资结构的先后顺序是内部融资、发行股票、发行债券和银行贷款;但从有利于企业治理结构和建立约束监督机制来说,其融资结构的顺序恰好相反。就目前来看,国外对于企业融资理论的研究已经比较成熟,并且已有学者把这些标准理论应用于解释中小企业融资问题。佩蒂特(R. Pettit)和辛格(R. Singer, 1985)^③指出,正统的资本结构理论以及相应的经验分析都忽视了企业规模对资本结构特征和融资行为的影响,这实际上指明了把资本结构理论扩展应用于中小企业融资问题的一个重要方向。

① Myers, S., and N. Majluf. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics*, 1984, 13 (2): 187—221.

② Aghion, P., and P. Bolton. "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting." *The Review of Economic Studies*, 1992, 59 (3): 473—494.

③ Pettit, R., and R. Singer. "Small Business Finance: A Research Agenda." *Financial Management*, 1985, 14 (3): 47—60.