

广西软科学研究资助项目
广西重点建设学科（金融学）资助项目

运用开发性金融

解决广西科技型中小企业融资问题研究

黄刚 蔡高根 刘金林 著

广西人民出版社

广西软科学研究资助项目
广西重点建设学科(金融学)资助项目

运用开发性金融

解决广西科技型中小企业融资问题研究

YUNYONG KAIFA XING JINRONG
JIEJUE GUANGXI KEJI XING ZHONG XIAO QIYE RONGZI WENTI YANJIU

黄刚 蔡高根 刘金林 著

广西人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

运用开发性金融解决广西科技型中小企业融资问题研究/黄刚,蔡高根,刘金林著. —南宁:广西人民出版社,2007.12

ISBN 978-7-219-06087-2

I. 运… II. ①黄…②蔡…③刘… III. 高技术产业:中小企业—融资—研究—广西 IV. F279.244.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第020886号

责任编辑 赵彦红

装帧设计 雅泰书装

印前制作 南宁市雅泰文化传媒有限公司

运用开发性金融解决广西科技型中小企业融资问题研究

黄刚 蔡高根 刘金林著

出版 广西人民出版社

(邮政编码:530028 广西南宁市桂春路6号)

发行 广西新华书店

印刷 广西民族印刷厂

开本 787毫米×1192毫米 1/16

印张 20

字数 317千字

版次 2007年12月第1版

印次 2007年12月第1次印刷

书号 ISBN 978-7-219-06087-2/F·729

定价:45.00元



目录



序·1

1 导论·4

1.1 问题的提出·4

1.2 研究的理论背景与现状·7

1.2.1 企业融资理论研究·7

1.2.2 科技型中小企业融资理论研究·13

1.2.3 开发性金融理论研究·16

1.2.4 开发性金融与科技型中小企业融资理论研究述评·21

1.3 重要概念的内涵与界定·22

1.3.1 中小型企业、科技型企业与科技型中小企业·22

1.3.2 开发性金融与政策性金融·28

1.4 研究思路、研究方法与内容结构·31

1.4.1 研究思路·31

1.4.2 研究内容·31

1.4.3 研究方法·37

1.5 研究的创新点·37

2 科技型中小企业与区域经济发展的理论探析·38

2.1 科技型中小企业作为技术创新的主要载体推动区域经济发展分析·39

2.1.1 技术创新理论综述·39

2.1.2 科技型中小企业发展推动技术创新的机制分析·41

2.2 科技型中小企业发展推动区域经济增长分析·44

2.2.1 区域经济增长要素分析·44

2.2.2 科技型中小企业促进区域经济增长机制分析·46

2.3 科技型中小企业发展推动区域经济结构变迁分析·48

2.3.1 产业结构变迁理论·48

2.3.2 区域产业结构演进中科技型中小企业作用机制分析·49

3 科技型中小企业融资影响因素分析·53

3.1 相关理论与实证研究的归纳总结·53

3.1.1 资本结构理论研究·54

3.1.2 资本结构实证研究·55

3.1.3 关于创业过程的Timmons与Sahlman模型·56

3.2 科技型中小企业融资的微观影响因素研究·59

3.2.1 商业机会·59

3.2.2 企业制度·62

3.2.3 企业资源·67

3.3 科技型中小企业融资的宏观影响因素研究·69

3.3.1 经济环境·69

3.3.2 政府政策环境·70

3.3.3 金融环境·72

3.3.4 社会法律环境·83

3.3.5 社会信用文化环境·83

3.3.6 科技环境·84

3.4 基于系统论的科技型中小企业融资影响因素综合研究·85

3.4.1 系统论:科技型中小企业融资影响因素分析的理论基础·86

3.4.2 科技型中小企业融资影响因素系统因素间相互作用机理分析·86

3.5 基于综合因素相互作用的科技型中小企业融资障碍分析·91

3.5.1 内生障碍·91

3.5.2 外生障碍·92

3.5.3 融资障碍与科技型中小企业融资“双缺口”的形成·92

4 理论与现实的矛盾:现有商业银行对科技型中小企业间接融资乏力·94

4.1 间接融资与直接融资理论研究·94

4.1.1 间接融资方式先于直接融资方式出现并成为最主要的融资方式·94

4.1.2 直接融资方式在间接融资方式的基础上产生并日益发挥重要作用	96
4.1.3 间接融资方式与直接融资方式日益融合,并以间接融资方式为主	98
4.2 科技型中小企业最佳融资渠道研究	100
4.3 理论与现实的矛盾:科技型中小企业间接融资困境的多维透视	105
4.3.1 根本的理论问题:信息不对称与信贷配给	106
4.3.2 直观的现实问题:银行的顾虑	110
5 开发性金融支持科技型中小企业融资的理论与实证分析	116
5.1 开发性金融理论与实践概述	118
5.1.1 开发性金融运行机理	118
5.1.2 开发性金融机构支持科技型企业融资的实践	128
5.2 开发性金融支持科技型中小企业融资的实证分析	131
5.2.1 加拿大商业开发银行的实证分析	131
5.2.2 重庆市运用开发性金融解决中小企业融资的实证分析	133
5.2.3 四川省绵阳市运用开发性金融解决中小企业融资的实证分析	145
6 基于差异性分析的广西科技型中小企业融资制约因素研究	148
6.1 广西科技型中小企业融资微观影响因素差异性研究	148
6.1.1 企业制度	148
6.1.2 企业资源	150
6.1.3 产业分布	153
6.1.4 成长阶段	154
6.2 广西科技型中小企业融资宏观影响因素差异性研究	157
6.2.1 政府政策环境	157
6.2.2 金融环境	159
6.2.3 社会法律环境	181
6.2.4 科技环境	182
6.3 广西科技型中小企业融资的制约因素分析	182
6.3.1 所有制形式趋于合理,但担保力较弱	183
6.3.2 产业分布以高新技术型为主,但相应的融资体系相对滞后	183
6.3.3 绝大多数企业发展处于成长与扩展期,融资模式与渠道亟待创新	183
6.3.4 初创企业几乎没有,孵化体系滞后	184

6.3.5 风险与信用评估体系滞后,企业信用度严重不足·185

7 开发性金融支持广西科技型中小企业融资模式探讨·186

7.1 广西科技型中小企业融资支持传统模式及其局限·186

7.2 开发性金融支持广西科技型中小企业融资的理论验证·187

7.2.1 开发性金融有效减轻了信息不对称对广西科技型中小企业融资产生的阻碍·187

7.2.2 开发性金融设计了合理的风险防范控制机制·189

7.2.3 开发性金融要求的企业信用体系建设,促进广西科技型中小企业信用体系的建立·190

7.2.4 开发性金融可引导各类资金投资广西科技型中小企业,提升其管理水平·191

7.3 开发性金融支持广西中小企业融资的实证分析——以广西柳州市为例·192

7.3.1 基本现状·192

7.3.2 做法及成效·193

7.3.3 结论·195

7.4 国内开发性金融支持科技型中小企业融资的建设模式·196

7.4.1 天津市·196

7.4.2 上海市·196

7.4.3 北京市·196

7.4.4 西安市·196

7.4.5 重庆市·197

7.5 开发性金融支持广西科技型中小企业融资的建设模式探讨·197

7.5.1 建设模式·198

7.5.2 两种模式的优缺点分析·200

7.5.3 建设的措施及步骤·200

8 开发性金融支持广西科技型中小企业融资的信用担保体系研究与设计·203

8.1 信用担保与抵押担保·204

8.1.1 信用担保·204

8.1.2 抵押担保·204

8.2 中小企业信用担保理论相关研究综述	204
8.2.1 中小企业信用担保理论依据研究	204
8.2.2 中小企业信用担保体制与模式研究	206
8.3 广西科技型中小企业信用担保体系主体行为分析	208
8.3.1 中小企业信用担保体系中广西政府行为分析	209
8.3.2 广西科技型中小企业信用担保机构行为分析	214
8.3.3 广西科技型中小企业信用担保体系中协作银行行为分析	218
8.3.4 信用担保体系中广西科技型中小企业行为分析	219
8.4 开发性金融支持广西科技型中小企业融资信用担保体系的设计	222
8.4.1 广西科技型中小企业信用担保体系设计的指导思想、目标与原则	222
8.4.2 广西科技型中小企业信用担保体系的设计	222
8.4.3 重新定位:广西科技型中小企业商业性担保体系的规范与发展	251
9 开发性金融支持广西科技型中小企业融资的信用评价指标体系研究与设计	253
9.1 国内外企业信用评价相关文献综述	254
9.1.1 西方企业信用评价相关文献综述	254
9.1.2 我国企业信用评价相关文献综述	267
9.1.3 中西企业信用评价相关研究的差异	272
9.2 国内外中小企业信用影响因素相关研究综述	273
9.2.1 国外相关研究	273
9.2.2 国内相关理论研究	274
9.3 广西科技型中小企业信用影响因素理论分析框架	276
9.3.1 中小企业信用影响因素体系构成分析	276
9.3.2 广西科技型中小企业信用影响因素体系构成分析	277
9.4 广西科技型中小企业信用评价指标体系设计	278
9.4.1 广西科技型中小企业信用评价指标体系设计的原则	278
9.4.2 广西科技型中小企业信用品质评价指标体系设计	279
9.4.3 广西科技型中小企业信用能力评价指标体系设计	285
9.4.4 广西科技型中小企业信用评价指标体系设计	293
参考文献	294
后记	308

序

国家开发银行广西区分行行长 隋旭光

当今世界,新科技革命迅猛发展,不断引发新的创新浪潮,科技成果转化和产业更新换代的周期越来越短,科技作为第一生产力的地位和作用越来越突出。世界各国尤其是发达国家纷纷把推动科技进步和创新作为国家战略,大幅度提高科技投入,加快科技事业发展,重视基础研究,重点发展战略高技术及其产业,加快科技成果向现实生产力转化,以利于为经济社会发展提供持久动力,在国际经济、科技竞争中争取主动权。因此,如今的国际竞争从根本上说就是科技的竞争,特别是自主创新能力的竞争。党的十七大提出,提高自主创新能力,建设创新型国家,是国家发展战略的核心,是提高综合国力的关键。明确要求坚持走中国特色的自主创新道路,把增强自主创新能力贯彻到经济建设的各个方面。而增强自主创新能力,关键是强化企业在技术创新中的主体地位,建立以企业为主体、市场为导向、产学研相结合的技术创新体系。

当前,在技术创新体系建设中不容忽视的两个群体,一个是科技型中小企业,他们是科技成果转化的一个重要群体。科技型中小企业技术创新的效率远远高于一些大企业。另一个技术创新的群体是产业集群。创新理论认为,创新实际上是一种集群的力量导致企业在竞争和有序的分工之中进行的,集群是技术创新最好的外力和环境。因为,以大企业为核心的区域创新网络



并不能形成真正有效的学习型区域。一方面,大企业往往容易利用自己“强人”的力量来控制或影响中小企业的创新与发展;另一方面,一些中小企业也经常依赖于大企业创新与发展的推动来进行创新,创新的活力或积极性降低。而且,在以大企业为核心的区域,企业之间进行信息、知识等资源的交流与合作可能受到影响。韩国的教训表明,只靠大企业内集中化的研发,组织实现区域科技创新的能力是十分有限的。偏向于大企业的政策将会压制中小企业的技术创新,会使区域内企业间技术创新网络进一步弱化。一些经济发展很有活力的集群都非常重视学习型区域的培育,科技型中小企业之间在相互竞争的同时,很重视相互学习、帮助,交流市场与技术信息。比较而言,科技型中小企业与其他企业、大学、科研院所、市场中介组织、政府等的合作、联系更为密切。因此,科技型中小企业的发展不仅因自身创新的“溢出”效应具有集聚化趋势,易于形成创新集群,而且能够充当集群发展的主体与推动单位,集群技术创新和新知识扩散的中心和源泉。通过与周围的企业密切的联系,在自身获得技术创新方面比较优势的同时,对集群技术创新与扩散起着主导作用。科技型中小企业创新及群聚性的特点与趋势,在给科技型中小企业发展带来范围经济与规模经济的同时,可以带动区域创新能力、区域关联产业、区域劳动力素质的提升,从而在带动区域经济增长的同时,大大提升区域自主创新能力与区域产业结构,推动区域经济发展。科技型中小企业不仅是我国技术创新体系的主体,而且是区域经济发展的内生动力,对于剩余劳动力转移、欠发达地区跨越式发展具有决定性意义。

现实的发展也证明了上述观点。改革开放特别是1992年以来,我国科技型中小企业取得了突飞猛进的发展,在国民经济中的地位日益凸显,已成为我国经济发展的主要推动力量。但由于我国目前尚未建立完善的科技型中小企业融资体系,资金不足已成为制约其进一步发展的瓶颈,科技型中小企业发展呈现“强位弱势”的格局,如何改变科技型中小企业融资中扭曲的金融资源配置状况,解决其融资困难已成为备受政府、业界和理论界关注的热点与焦点。虽然政府对科技型中小企业融资给予了科技型中小企业技术创新基金、“技术创新引导工程”、创业资本引导基金以及财税、金融、政府采购、引进消化吸收再创新等十多个方面的多项配套政策支持,但由于我国科技型中小企业量多面广,单单依靠政府资金支持,对于科技型中小企业来说无疑是杯水车薪,更不用说对于像广西这样财政相对困难的地区。

然而纵观国内外已有的研究成果,关于企业融资、中小企业融资、科技型中小企业融资的研究文献都很多,但能够针对科技型中小企业本身特点,提出科技型中小企业融资困境解决途径的文献却很少。而对于欠发达地区科技型中小企业融资问题研究的文献就更少了。因此应用现代企业融资理论,对广西科技型中小企业融资进行理论与实证研究,无疑对于解决广西科技型中小企业融资难问题,进而推动其快速健康发展,实现广西经济跨越式发展与区域创新体系构建具有重要的理论与现实意义。

该研究在对广西科技型中小企业融资制约因素进行探讨与分析的基础上,结合开发性金融的运作机制,针对广西科技型中小企业本身特点,提出了基于开发性金融的广西科技型中小企业融资困境解决思路与对策,其创造性的研究与探索主要体现在以下五个方面:

(1)揭示科技型中小企业与区域经济发展的内在关联性,从而探寻区域经济发展的内生动力,这是对以往区域经济发展中强调投资、政策扶持等外力作用的理论的突破。

(2)将影响科技型中小企业融资的宏观因素与微观因素联系起来,运用系统分析的理论及方法,综合分析科技型中小企业的融资影响因素的综合作用机制,研究其对融资产生的影响。

(3)结合课题组的调查资料,根据全国其他地区科技型中小企业的发展状况,分析广西科技型中小企业融资的制约因素。

(4)结合开发性金融的运行机制与广西科技型中小企业融资制约因素,对开发性金融与广西科技型中小企业融资进行理论验证与实证分析。

(5)综合国内外开发性金融解决科技型中小企业融资的经验,结合国内关于科技型中小企业与开发性金融理论的研究成果,提出开发性金融支持广西科技型中小企业融资的融资模式、信用担保体系及信用评价指标体系的设计思路。

该研究的核心思想是通过相关理论与实证分析,将一个超边际分析框架——开发性金融引入广西科技型中小企业融资视野,实现广西科技型中小企业融资政策设计思维的突破。

更可贵的是,该研究指出,社会主义市场经济条件下的资源配置的基础必然是市场条件下的机制。然而在我国向社会主义市场经济转型过程中市场机制尚未建立的条件下,需要政府发挥其多重角色的作用来建立市场机制,然后市场机制才能发挥其配置资源的作用。这也是该研究的精华所在。

材料,二战后美国在经济上广泛采用的703种重要发明中,只有133项是美国科学中心与跨国公司完成的,其余大部分是由小公司及某个领域的个人发明家完成的。由于科技型中小企业在创新机制和效率方面相对大企业具有优势,它的创新成本相对来说比较低,因此,成为大企业购买技术、委托研发的对象。

(2)科技型中小企业是拓展新兴产业的“先头部队”,成为国民经济的“加速器”。科技型中小企业已成为科学技术向生产力转化的重要途径,相当多的科技发明都是以科技型中小企业为载体来实现产业化的。在信息技术领域,美国最大的半导体制造商英特尔公司,开个人计算机先河的苹果电脑公司等,都是通过风险创业形式起步发展起来的。在生物技术领域,用重组DNA的方法作为医疗的新途径,也是由企业开创的。在高技术领域,由于从基础研究到实验发展的界限越来越模糊,有广阔应用前景的基础研究成果可以比较快地溢出,使科技型中小企业将在开拓发展重大技术方面发挥日益重要的作用。科技型中小企业是开拓新兴产业的“先头部队”,高技术含量的产品所形成的竞争优势,使部分企业得以高速成长;在开发关键技术方面领先的部分企业,可以迅速发展为世界知名企业;数个骨干企业与一批新兴企业的合力推动,使新的产业较快形成并达到一定规模。众多的企业与资本迅速跟进,一个个新兴产业由此快速形成。

(3)科技型中小企业是增强行业竞争力的重要力量。任何具有高度竞争力的高科技大企业都是从小企业发展起来的。高科技产业发展的客观规律表明,高科技产业必须走从小到大、滚动发展的途径。目前,美国已经成气候的公司,例如微软、英特尔、IBM都是经过小企业的摸爬滚打竞争而不断发展壮大的。国内高科技产业,像联想、四通、北大方正等等,都是在市场竞争中从小到大,由弱变强的。为大型企业生产某些部件的科技型中小企业,通过不断改进软件和专用设备技术等方式,在以较快的速率提高部件性能的同时,反过来又进一步提高了大企业产品的市场竞争力。

(4)科技型中小企业已成为决定一国(或地区)整体经济竞争力的关键因素。直至20世纪80年代末期,日本经济对美国的挑战还是实业界和经济界议论的热点。但是,20世纪90年代以来随着美国科技型中小企业的迅猛发展,使美日间高新技术产业整体实力拉开了较大的距离。科技型中小企业的发展使得美日之间整体经济竞争格局发生了根本性

的变化,日本的综合经济实力已远不敌美国。国内情况也是如此,近年来,浙江省的经济总量、增长速度与经济活力在全国遥遥领先,成为各地发展经济的楷模,究其原因就在于中小企业特别是科技型中小企业的快速崛起。^①

同样,广西中小企业是广西经济持续、协调、健康发展的重要基础,它在缓解广西的就业压力、拉动民间投资、优化经济结构、促进市场竞争、实现科技创新与成果转化、服务社会、方便群众生活、促进地区经济协调发展等方面发挥着重要作用。在这些中小企业中,先进生产力与最具活力经营机制有机结合下的科技型中小企业,正成为广西经济发展新的增长点和造就优秀企业的重要阵地。据不完全统计,2005年科技型中小企业产值258.2亿元,占高新技术企业工业总产值的18.7%,利税31.22亿元,占高新技术企业工业总产值的18.4%,造就了一批如桂林特邦新材料有限公司、广西新未来信息产业股份有限公司、桂林机床股份有限公司、广西梧州松脂股份有限公司、广西柳工机械股份有限公司、广西皇氏生物工程乳业有限公司、广西明阳生化科技股份有限公司、柳州欧维姆机械股份有限公司、南宁八菱科技股份有限公司、桂林莱茵生物科技股份有限公司、横县桂华茧丝绸有限责任公司等新生的具有自主创新能力的科技型中小企业。它们高速发展的原因主要有五个方面:理论上的突破、政策上的扶持、企业自身的创新、社会的认同和舆论的正确导向。

一直以来,以广西科技型中小企业为代表的地方企业,就有着自强不息、自主创新的优良传统,它们依靠自主创新,打破本土企业处于产业链低端的局面,率先从广西制造向广西创造迈进,逐步成为推动科技进步和经济发展的动力引擎。然而,在赞叹广西科技型中小企业对经济增长作出巨大贡献,在广西经济社会发展中占据特殊战略性地位,即“强位”的同时,我们也遗憾地发现了其仍然是广西地方经济发展中的一个“强位弱势”的群体。其弱势主要表现为科技型中小企业由于企业规模小、信用水平低、融资能力弱等原因,造成在与大企业的激烈竞争中处于劣势,始终是一个特别弱势的群体。这种弱势并不仅仅是某个行业或某个地区的问题,而是一个整体性的、跨部门的、覆盖全领域的现实问题。

① 王文昌、秦作祯:《论科技型中小企业实现自主创新的动因和有效组织》[J],载《科技进步与对策》2007年第3期。

“十一五”时期,是广西经济发展由艰难爬坡向经济起飞转变的重要时期,也就是广西进入了工业化的成长初期。从国内外的经济发展轨迹来看,在工业化的成长初期,资本要素的投入对企业的发展起到至关重要的作用。广西的科技型中小企业在拥有了高新技术这一特殊资源后,资金的瓶颈在很大程度上成为制约其高速发展的主要因素。

知识与经济能否结合起来,不仅依赖于高科技成果本身的市场价值,而且依赖于一个能对技术进步转化为生产力起决定性作用的支持系统。科技型中小企业正是这个支持系统的核心。因为,科技型中小企业是最具创新活力的企业群体,是科技创新的生力军。然而企业产品的创新急需资金支持^①。因此,如何改变科技型中小企业融资中扭曲的金融资源配置状况,解决其融资困难是非常值得研究的课题。因此,本书研究的主要内容与目的:对广西科技型中小企业融资现状与制约因素进行实证分析,将开发性金融与科技型中小企业融资结合起来,对开发性金融与广西科技型中小企业融资进行理论验证与实证分析,试图探寻一条解决广西科技型中小企业融资的有效途径。

1.2 研究的理论背景与现状

1.2.1 企业融资理论研究

1.2.1.1 资本结构理论

Modigliani 和 Miller 在《公司财务与投资理论》中提出了 MM 理论。认为企业的资本结构的改变不会影响企业的价值和资本成本^②。虽然 MM 结论的逻辑目前已被广泛承认,但人们普遍认为 MM 理论的假设环境与现实的差距很大。之后对资本结构理论的研究文献,主要是针对影响公司决策和资本结构形成的一些现实因素。除税收因素、信息差异和代理成本外,关注的因素还有公司控制权和市场低效率。资本结构理论由于强调以上不同因素或对这些因素重要性的不同认识和解释而分为不同的流派和分支。在 MM 理论基础上改进的权衡理论强调税收和破产成

① 戴源庚:《科技产业融资理论·模式·创新》[M],北京:中国发展出版社,2005年第1版

② Modigliani,Franco and Miller,Merton H.The Cost of Capital,Corporation Finance,and the Theory of Investment[J].American Economic Review,vol.48,1958.

③ Myers,Majluf,Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information that Investors Do Not Have[J].Financial Economics,Vol.13,1984,(2).

本因素, Myers 和 Majluf (1984) 的优序融资假说^[1], Leland 和 Pyle (1977) 的信号模型强调信息的差异^[2], Jensen 和 Michael (1976) 现金流理论主要强调代理成本^[3], Aghion 和 Bolton (1992) 的财务契约理论强调公司控制权在不同情况下的动态变化, 而 Baker 和 Wurgler (2000) 的机会窗口理论则强调市场低效率^[4]。概括起来, 资本结构理论发展分为三个阶段: 1958—1985 的理论主要是权衡理论, 解释如果有税收和破产成本, 研究假设公司经营决策是外生的, 公司资本结构决策的问题; 1976—2002 年的理论包括代理理论、各种基于信息差异的理论以及财务契约理论, 解释如果公司经营决策是内生的, 公司资本结构决策问题; 1991 年至今的理论主要指窗口理论, 解释如果市场低效率, 公司资本结构决策问题。

围绕资产结构理论的实证研究证明了税收代理成本和信息不对称以及市场效率都是影响资本结构的因素。

发展中国家的研究文献在 90 年代开始出现。研究分为两类: 一是认为影响发达国家的资本结构的因素以同样的方式影响发展中国家, 但发展中国家的差异较大 (Booth 和 Avizatian, 2002)^[5]。一是制度因素是决定公司资本结构的关键因素, 如 Porta (1997) 发现: 平均来说, 对投资者的法律保护与企业从外部得到的资金有非常密切的关系^[6]。

随着资本市场的快速发展和金融对外开放程度的不断提高, 国内有些学者已结合企业代理理论等, 就公司改革和治理进行了深入研究 (张维迎等)^[7]。但从公司融资的角度研究中国公司改革和治理的文献还很少见。香港大学应用公司数据对中国的上市公司融资结构决定因素进行了回归分析。李朝霞 (2003) 运用资本结构理论从公司融资工具选择

① Hayne E. Leland and David H. Pyle, 1977, Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation [J], Journal of Finance, vol. XII, No. 3, 371—387.

② Jensen, Michael C. 1986, agency Cost of free-cash-flow, corporate finance, and takeovers [J], American Economic 76, 323—329.

③ Malcolm Baker, Jeffrey Wurgler, Market Timing and Capital Structure [J], The Journal of Finance—Vol. LII, No. 1, 2002.

④ Booth, L., Avizatian, A., Kunt—Deminguc, Capital Structure in Developing Countries [J], Journal of Finance 2000, (56) 87—130.

⑤ Porta, Legal Determinants of External Finance [J], National Bureau of Economic Research Working Paper 5897, 2002, (5): 52—53.

⑥ 张维迎:《企业理论与中小企业改革》[M], 北京:北京大学出版社, 1999 年第 1 版

⑦ 李朝霞:《中国公司资本结构与融资工具》[M], 北京:中国经济出版社, 2004 年第 1 版。

角度研究了公司融资行为及相关问题^①。

1.2.1.2 金融成长周期理论

20 世纪 70 年代,韦斯顿和布里格姆(Weston & Brigham)根据企业不同成长阶段融资来源的变化提出了企业金融生命周期的假说。周期各阶段及其融资来源的情况如表 1-1 所示^②。

表 1-1:企业金融生命周期与融资来源

阶 段	融资来源	潜在问题
创立期	创业者自有资金	低资本化
成长阶段 1	以上来源+留存利润、商业信贷、银行短期贷款及透支、租凭	存货过多,流动性危机
成长阶段 2	以上来源+来自金融机构的长期融资	金融缺口
成长阶段 3	以上来源+证券发行市场	控制权分散
成熟期	以上全部来源	保守的投资回报
	金融资源撤出:企业并购、股票回购、清算等	下降的投资回报

资料来源:Weston&Brigham

早期的金融生命周期模型主要是根据企业的资本结构、销售额和利润等显性特征来说明企业在发展的不同阶段的金融资源获得性问题,较少考虑企业信息等隐性特征影响。在后期的研究中,信息问题作为解释企业融资来源变化的一个重要因素而被纳入解释变量之中。伯杰和尤德尔(Berger&Udell,1998)认为,伴随着企业成长周期而发生的信用约束条件、企业规模和资金需求等变化是影响融资结构变化的基本因素^②。在企业创立初期,由于资产规模小、缺乏业务记录和财务审计,企业信息基本上是封闭的,因此,外源融资的获得性很低,企业不得不主要依赖内源融资;当企业进入成长阶段,追加扩张投资使企业的资金需求猛增,同时随着企业规模的扩大,用于抵押的资产增加,并且有了业务记录,信息透明

① Weston,J.F.Brigham [1970,1978,managerial Finance[J],Dryden Press.

② Berger AN and Udell, GF, 1998, The economics of small business finance: the roles of private equity, and debt markets in the financial growth cycle[J], Journal of Banking and Finance, 22,(6-8): 613-673.

度有所提高,于是企业开始较多地依赖金融机构的外源融资;在进入稳定增长的成熟阶段,企业财务管理规范,开始具备进入公开市场发行有价证券的资产规模和信息条件。随着来自公开市场持续融资渠道的打通,来自金融中介的债务融资的比重趋于下降,股权融资的比重上升,部分优秀企业逐渐成长为大企业。

1.2.1.3 中小企业融资理论

西方国家关于金融信贷的理论浩如烟海,但基本上都是以市场经济为制度背景和经济运行环境的,并主要以均衡论作为其分析和研究的方法,其基本观点是:市场本身能够实现资金供求的均衡。而对于大多数发展中国家而言,市场机制还不够完善,经济发展中资本严重不足,因此仅从适用背景来看,均衡信贷理论就不一定适合于对发展中国家的研究。

20世纪60年代以来,发展经济学兴起,作为发展经济学重要内容的金融深化理论,受到各国特别是发展中国家的重视。麦金农(R.I.Mackinnon)和肖(E.S.Shaw)指出:经济发展和金融发展之间具有互相促进的特点。但在发展中国家,金融发展迟缓限制了经济的发展,经济发展的停滞又使金融业难以真正扩展,由此形成恶性循环。金融深化的目的在于放松政府对金融机构和金融市场的干预,“由市场决定利率”,以实现资金的供求均衡。

金融深化理论认为资金的价格——利率会调节信贷资金的公共供给和需求,使信贷市场最终产生均衡利率。但在现实信贷市场上,利率并不能完全引导银行的信贷供给。常会出现这样的情况:即使借款人愿意接受更高的利率,同时银行也有能力继续提供信贷,银行还是不愿意提供信贷给某些借款人,这种现象被理论界称为“信贷配给”(Credit Rationing)。针对信贷市场上的市场失灵问题,托马斯·赫尔曼、凯文·穆尔多克和约瑟夫·斯蒂格利茨等人提出了金融约束理论,其本质是:政府通过一系列的金融政策在民间部门创造租金机会,以克服金融市场上的市场失灵,促进金融深化。

学术界普遍认为,信息不对称将严重影响市场上交易契约的完备性,进而直接导致市场效率低下,甚至完全无效率。20世纪80年代以来,一些西方的经济学家把信息不对称理论应用于对信贷市场的应用和研究,使这一理论的真谛更加充分地显示出来。斯蒂格利茨和韦斯(Stiglitz & Weiss, 1981)在其经典文献提出的S-W模型成为分析中小企业融资问题的主要模型。他们证明,即使没有政府干预,银企之间的信息不对称仍会引发逆向选择和道德风险,因此,银行的贷款供给不一定是贷款利率的单调增函数,这样在竞争均衡下也可能出现信贷配给,其对象主要是那些“资信等级