

国际直接投资与风险管理研究丛书

●国家科技部“国家软科学研究”计划项目 ●浙江省科技厅重大招标课题

民营企业投融资与风险管理

MINYING QIYE TOURONGZI YU FENGXIAN GUANLI

程惠芳 等著



中国社会科学出版社

国际直接投资与风险管理研究丛书

●国家科技部“国家软科学研究”计划项目●浙江省科技厅重大招标课题

民营企业投融资与风险管理

MINYING QIYE TOURONGZI YU FENGXIAN GUANLI

程惠芳 等著



中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

民营企业投融资与风险管理 / 程惠芳等著. —北京: 中国

社会科学出版社, 2004.8

(国际直接投资与风险管理研究丛书)

ISBN 7-5004-4638-1

I. 民… II. 程… III. ①私营企业: 技术企业-投资-风险管理

②私营企业: 技术企业-融资-风险管理 IV. F276.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 078891 号

责任编辑 张 红 曹霜霜

责任校对 修广平

封面设计 宋 洋

版式设计 戴 宽

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—84029453 传 真 010—84017153

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京盛华印刷厂 装 订 桃园兴华装订厂

版 次 2004 年 8 月第 1 版 印 次 2004 年 8 月第 1 次印刷

开 本 710×980 毫米 1/16

印 张 18.375 插 页 2

字 数 360 千字

定 价 32.00 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

随着改革开放深化，我国民营企业逐步完成原始积累，已成为我国经济发展的重要微观经济主体。近年来，我国民营科技企业保持了强劲的增长势头，已成为推动国民经济和区域经济发展的重要力量。民营科技企业的发展是促进传统产业升级、产业结构调整的有效途径。一批民营科技企业通过对外贸易和对外直接投资正在成为具有较强国际竞争力的跨国公司。民营科技企业的发展将是 21 世纪中国跨国公司成长的有效途径。大力推进民营科技企业发展，加快科技创新步伐，培育具有国际竞争力的科技企业集团，已成为经济发展的重大战略。

但在当前，民营企业国际化和快速成长中面临着严重投融资困境。一批发展能力强的大型民营科技企业不存在融资难的问题，他们不仅容易得到银行贷款，也可在主板和创业板上市。但大量处在发展和创业阶段的中小型民营科技企业，由于既没有信用记录、又没有足够可供抵押的资产以及信息不对称等因素，而面临着严重的融资困境。民营企业内源融资和间接融资为主的资本结构已严重制约民营企业发展壮大，现存的国有金融制度的产权结构和投融资管理体制如果不进行深化改革就已无法从根本上解决民营企业金融困境。民营企业特别是民营科技企业金融困境已引起政府和学术界重视，近年来国内学术界已对民营企业投融资问题进行较深入研讨。但迄今为止尚未找到真正有效的解决大量处在发展和创业阶段的中小型民营科技企业融资困境的途径和方法。

本书在对国外中小型企业融资的理论与实践进行比较分析的基础上，以民营经济最发达的浙江省为研究对象，对中小型民营科技企业融资现状进行深入的调查研究。本书把我国现有的民营企业投融资体系分为信贷融资、信用担保、风险投资、企业债券、股票融资、融资结构与资本结构等若干组成部分，对民营科技企业投融资问题分别进行深入的理论和实证分析，研究方法比较科学，结构体系新颖。

本书是国家科技部的国家软科学研究计划项目的阶段性研究成果，也是浙江省科技厅重大招标课题《民营科技企业投融资与风险管理》的阶段性研究成果。

在课题的研究过程中，始终得到了国家科技部软科学组织处赵刚处长的支持，也得到了浙江省科技厅政策法规处周伟强处长，赵新龙副处长的指导和帮助。参加课题研究工作的有关负责人有：浙江工业大学经贸管理学院院长程惠芳教授，中国建设银行深圳分行行长吴建杭博士，中国人民银行杭州中心支行朱文剑副行长，浙江天堂硅谷风险投资公司包纯田董事长。参加课题研究工作的主要成员有：章和杰、郭安娜、潘申彪、沈毅俊、胡军、潘信路、幸勇、陈晓峰、蔡呈曦、胡菊勇。参加本书撰写的有：程惠芳、章和杰、潘申彪、沈毅俊、胡军、潘信路、幸勇、陈晓峰、蔡呈曦、胡菊勇。全书由程惠芳教授统稿和定稿。

在本书的写作过程中，得到了许多金融机构和风险投资公司的大力支持，参考并引用了大量的国内外文献资料。在本书的出版过程中，得到了中国社会科学出版社的大力支持，张红编辑为本书的出版付出了辛勤的劳动。在此，向所有对本书的研究写作和出版有所支持帮助的同志表示衷心的感谢。

由于时间急迫，有关民营科技企业投融资与风险管理的研究水平有限，本书不足之处在所难免，敬请读者批评指正。

程惠芳

2004年4月26日于杭州 浙江工业大学

目 录

第 1 章 民营中小企业信贷融资与信贷风险管理	(1)
§ 1 西方的信贷融资与融资结构理论综述	(3)
1.1 西方的信贷融资理论	(3)
1.2 金融深化、信贷配给和金融约束理论	(3)
1.3 信息不对称、信贷配给与中小企业信贷	(5)
1.4 关系型借贷与中小企业融资	(7)
1.5 企业融资顺序理论	(7)
1.6 企业金融成长周期理论	(8)
§ 2 中小企业融资结构的比较与分析	(9)
2.1 美国中小企业的融资结构	(10)
2.2 英国中小企业的融资结构	(11)
2.3 我国中小企业融资结构及其解释	(12)
§ 3 供给缺口与中小企业信贷融资困境	(16)
3.1 我国中小企业迫切需要银行的信贷支持	(17)
3.2 我国中小企业信贷融资困境	(17)
3.3 供给因素——国有银行的行为解释	(19)
3.4 国有银行信贷行为的理性解释	(21)
§ 4 科技型中小企业的融资	(23)
4.1 科技型中小企业的生命周期及其融资策略	(23)
4.2 我国科技型中小企业迫切需要银行的信贷支持	(24)
4.3 科技型中小企业与信贷融资相关性的计量分析	(24)
4.4 银行加大对科技型中小企业信贷融资的可能性	(26)
4.5 科技型中小企业信贷融资的困境	(27)
4.6 关于中小企业信贷融资的进一步认识	(29)
§ 5 中小企业的信贷风险管理	
——基于信息不对称条件下信贷风险的化解	(31)

5.1 关于信贷风险	(31)
5.2 信息不对称条件下的银行信贷风险	(32)
5.3 信息不对称的化解途径——信贷风险管理	(36)
5.4 我国中小企业信贷风险管理(技术)的选择	(40)
5.5 简短小结	(46)
参考文献	(47)
第2章 民营中小企业信用担保体系	(50)
§1 信用担保理论回顾及信用担保成因的经济学解释	(50)
1.1 信用理论简介	(50)
1.2 担保理论综述	(51)
1.3 小结	(56)
§2 信用担保对中小企业融资困境的作用	(57)
2.1 国内现有主要研究成果	(57)
2.2 信用担保作用	(57)
§3 信用担保的风险管理模型探讨	(59)
3.1 有关信用担保机构的重要财务参数	(59)
3.2 担保机构盈亏的参数分析	(59)
3.3 担保机构现金流量分析	(62)
3.4 担保机构的内部效益和外部效益	(63)
§4 中小企业信用担保体系国别比较	(64)
4.1 中小企业担保信用国际比较	(64)
4.2 中小企业信用担保贷款的绩效评价	(67)
4.3 中小企业信用担保制度国别比较	(68)
4.4 我国中小企业信用担保体系的发展	(70)
§5 浙江省信用担保体系发展现状	(71)
5.1 浙江省信用担保体系的特点	(72)
5.2 浙江省信用担保体系的作用	(74)
5.3 浙江省中小企业信用担保机构存在的困境	(75)
5.4 温州市与杭州市信用担保机构运行案例分析	(78)
§6 完善中小企业信用担保体系建议	(81)
6.1 健全和完善担保体系	(81)
6.2 建立有效风险管理机制,控制担保风险	(82)
6.3 政府完善中小企业信用担保体系的建议	(83)
6.4 完善担保机构的建议	(86)

第 3 章 民营科技企业融资与风险投资发展	(88)
§ 1 风险投资理论综述	(88)
1.1 风险投资与科技创新论	(89)
1.2 风险投资在信息不对称条件下的契约理论	(90)
1.3 风险投资评估决策理论	(91)
1.4 风险投资与企业价值增长	(93)
1.5 风险投资的项目评估与定价	(94)
1.6 风险投资的退出渠道	(96)
§ 2 民营科技企业的融资顺序与风险投资	(97)
2.1 民营科技企业的定义	(97)
2.2 民营科技企业的发展现状	(99)
2.3 民营科技企业自身的特点	(102)
2.4 民营科技企业的融资顺序	(105)
§ 3 我国民营科技企业风险投资的模式选择	(108)
3.1 美国风险投资发展模式	(109)
3.2 英国的风险投资发展模式	(116)
3.3 日本模式	(117)
3.4 德国的风险投资发展模式	(122)
3.5 台湾省模式	(123)
§ 4 风险投资发展的模型分析	(127)
§ 5 中国风险投资的模式选择	(130)
§ 6 我国发展多层次资本市场对风险投资的重要意义	(135)
6.1 资本市场对于风险投资的必要性和重要性	(135)
6.2 我国资本市场的现状以及风险投资退出渠道的建设	(137)
6.3 国外 OTC 市场的比较和借鉴	(140)
6.4 发展中国 OTC 市场的对策建议	(144)
6.5 结论	(148)
参考文献	(149)
第 4 章 民营企业债券融资	(152)
§ 1 企业债券起源与发展	(152)
1.1 企业债券	(152)
1.2 西方企业债券的起源与发展	(153)
1.3 中国企业债券的起源与发展	(155)
1.4 我国企业债券的发展现状	(156)

1.5 我国企业债券发展存在的问题	(157)
§ 2 企业债券融资相关理论的回顾	(162)
2.1 西方企业融资理论	(162)
2.2 国内学者对企业融资的研究	(165)
2.3 企业的融资成长周期或金融成长周期理论	(167)
2.4 利率的期限结构理论	(168)
2.5 风险—收益与资产定价理论	(170)
2.6 信用商品化理论	(171)
§ 3 企业债券融资的理论分析	(172)
3.1 企业债券与融资的关系	(172)
3.2 企业债券与其余主要融资方式的比较优势	(173)
3.3 企业债券与金融风险防范	(178)
3.4 资本市场的完整性	(178)
§ 4 我国企业债券供求决定因素分析	(180)
4.1 我国企业债券供给因素	(180)
4.2 我国企业债券的需求决定分析	(182)
4.3 我国企业债券规模主要决定因素的影响大小分析	(184)
§ 5 我国企业债券发展构架	(191)
5.1 美国企业债券发展和对我国的启示	(191)
5.2 对中国企业债券发展的构架	(196)
5.3 企业债券配套设施的改善	(199)
§ 6 民营科技企业债券融资的分析	(203)
6.1 民营科技企业债券融资的意义	(203)
6.2 民营科技企业自身素质与债券融资	(203)
6.3 民营科技企业债券融资的构架	(205)
参考文献	(208)
第5章 银行结构与中小企业融资	(215)
§ 1 企业融资结构理论	(215)
1.1 金融中介理论	(215)
1.2 宏观金融理论	(217)
1.3 金融约束理论	(218)
§ 2 中国金融结构分析	(219)
2.1 中国的金融资产与结构分析	(219)
2.2 非金融部门的融资方式分析	(220)

2.3 我国金融机构结构分析	(222)
§ 3 银行结构与中小企业融资	(223)
3.1 国内外银行结构的比较	(223)
3.2 我国中小企业的信贷融资状况	(225)
3.3 银行结构与中小企业信贷融资——实证分析	(228)
§ 4 银行结构与中小企业信贷融资——理论分析	(230)
4.1 交易费用理论分析	(230)
4.2 简单模型分析	(233)
4.3 小结	(235)
§ 5 中小企业信贷融资的改善途径	(235)
5.1 民营银行的培育	(235)
5.2 政府的政策支持	(238)
参考文献	(244)
第 6 章 企业资本结构、企业规模与企业成长	(247)
§ 1 企业资本结构相关理论回顾	(247)
1.1 企业资本结构理论 (M-M 理论)	(248)
1.2 企业契约理论	(251)
1.3 期权定价理论	(258)
1.4 最近的研究动向	(259)
1.5 我国对资本结构和企业成长性关系的相关研究	(260)
§ 2 企业规模、资本结构和企业成长性三者之间关系的模型	(262)
2.1 一般的理论模型	(262)
2.2 中国国内的上市公司的线性回归模型及分析	(263)
2.3 数据来源说明	(265)
2.4 变量说明	(265)
2.5 中国国内上市公司的一般线性回归分析	(266)
§ 3 中国国内上市科技型企业线性回归模型及分析	(270)
3.1 高科技企业的概念、特点、范围和我国现状	(270)
3.2 高新技术企业的资本结构、企业规模和企业成长性关系 研究	(273)
3.3 浙江民营高科技企业的三者之间关系研究	(277)
3.4 小结	(280)
§ 4 结论和政策建议	(281)
4.1 结论分析	(281)
4.2 政策建议	(283)
参考文献	(285)

第 1 章

民营中小企业信贷融资 与信贷风险管理

在国际上,中小企业融资一直是理论界和各国管理当局关注的主要经济问题。国外的经验表明:银行和其他金融机构的贷款是中小企业最大和最主要的外源性融资渠道。伯杰和尤德尔(Berger and Udell, 1998)发现:在美国,金融机构的贷款占中小企业全部股本和债务额的 26.66%,占全部债务额的 53%。在英国,虽然银行贷款占中小企业外源性债务的比重从 1985—1990 年的 60%减少为 1995—1997 年间的 48%^①,但银行仍是中小企业主要的资金来源渠道。在我国,由于金融市场结构仍处于变迁之中,股票、债券市场还不发达,以银行为中介的间接融资是目前资源配置的主要形式。中小企业融资困难的最直接表现就是银行信贷融资渠道不顺畅,中小企业面临的信贷融资困境已经成为制约其发展的一个“瓶颈”。

自 20 世纪 80 年代以来,以高技术为基础的科技型中小企业的发展一直是各国政府和理论界关注的重点。特别是美国硅谷大量高技术小公司的成功实践带来了高技术的迅速发展,更是引起了人们对科技型中小企业的强烈兴趣。我国科技型中小企业则是中小企业的重要组成部分;是扩散和转化高技术成果的重要力量之一;是提高企业整体素质水平、调整和优化产业结构的重要途径;是培育新的经济增长点的重要保证。改革开放以来,我国科技型中小企业获得了长足发展,在经济中起着举足轻重的作用。它作为高科技产业的一支生力军,长期以来它以灵活的经营机制、良好的人才结构和独具特色的企业文化,保持着高速的发展、彰显出蓬勃的生机和活力。然而,科技型中小企业资金筹措难始终是制约其发展的关键问题。因此,如何解决科技型中小企业的信贷融资“瓶颈”,促使科技型企业的快速发展,已成为企业界、理论界及政府的一个值得研究和关注的重大课题。

^① 英格兰银行,国内金融部(Finance Division, Bank of England):《小企业统计季报》2000 年 1 月。

目前,国内关于企业融资问题已引起广泛、关注和研究。但对中小企业尤其是科技型中小企业融资问题的研究还是主要集中于创业板市场的定位、规模及对上市企业的要求、市场监管等方面。对科技型中小企业信贷融资问题(由于创业板市场的容量有限,远远满足不了广大科技型中小企业的融资需求),无论是理论研究还是实际操作,都还是处于起步阶段。即使有也是一些观点和现象的罗列,或把西方学者的一些研究成果直接套用过来,并没有紧密结合我国科技型中小企业的特点,对其进行深入研究。而且,这些研究也没有找到一个综合分析中小企业信贷融资的框架体系,分析缺乏全面性、系统性;没有结合科技型中小企业的科技性、风险性的特征,从银行和企业动态的角度,充分考虑融资风险和收益的均衡,忽视信贷风险的管理;在政策建议中,较少涉及银行信贷风险管理技术的改进、企业治理结构改善及金融体制的创新等。

这里,笔者主要研究在转型经济的背景下我国科技型中小企业信贷融资及其风险管理问题。在市场经济体制下,银行和企业都是自主经营、自担风险、自负盈亏、自我约束的平等独立的经济主体,它们作为现代经济的两个中心环节,联系十分紧密。资金是企业的生命,企业可以根据自己的发展策略来确定企业的融资结构。无论是历史还是理论都证明,银行作为社会融资机构具有难以替代的作用,银行信贷在企业外源融资中占有绝对比重。但由于我国金融体制改革滞后于经济的发展,信贷结构与经济结构在某些方面还存在扭曲,而且最近几年来银行开始注重信贷资金的安全问题,银行面对风险最简单和直接的反应是“惜贷”。

因此,要切实缓解中小企业的信贷融资困难,仅仅一味地呼吁商业银行加大对中小企业的信贷投入力度,寄希望于政府成立“二板市场”,或单方面地要求中小企业改善经营管理、规范财务制度,这并不能从根本上使银行更积极地向中小企业提供信贷。银行向企业提供贷款时将更加关心资金的安全,企业可能更多地体会到银行的“信贷配给”。从银行来讲,提高贷款管理技术,降低信贷风险才是关键,银行要加强信贷风险管理就需要对目前银行业的市场结构、内部管理及金融体制进行深化改革。本书将中小企业尤其是科技型企业成长周期与银行信贷融资行为结合起来,将企业的融资结构与金融结构及制度结合起来,通过比较和借鉴国际经验以及对我国历史和现实的分析,从信贷资金供需的角度,研究我国在经济转型过程中科技型中小企业面临的信贷融资困境。

本书的研究对象主要是处于生命周期的创业期和成长期阶段的科技型中小企业^①,这些企业对资金有着强烈的需求欲望。按照风险收益相匹配的原

^① 一部分在市场竞争中成长起来,资本比较雄厚的科技企业,目前还一直是银行的黄金客户。另外,一些国外投资或已上市的科技型企业(极少数)也基本上不存在融资困境。这些企业在本书就不再考虑。

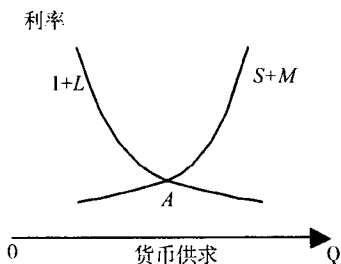
则,此时风险投资应该发挥主要作用,银行信贷由于风险大而不太愿意介入。但由于我国风险投资机制还不完善,很难从资本市场获得支持,银行信贷资金由于企业在资产规模、担保等方面的一系列问题,又不愿意在这一阶段介入,使得这些科技型中小企业面临着严重的信贷融资困境。由于科技型中小企业缺乏系统的统计资料,本书部分采用中小企业数据进行分析,在分析一般中小企业融资的基础上,对科技型中小企业信贷融资进行研究。

§1 西方的信贷融资与融资结构理论综述

1.1 西方的信贷融资理论

信贷是以偿还为条件的资金借贷活动。如果从广义的角度看,信贷就是信用;而从狭义的角度看,信贷是指通过银行的中介作用实现的资金借贷活动。在西方的信贷理论中,具有广泛影响的是可借贷资金理论(The Loanable Funds Theory),该理论是一个均衡的信贷资金供求理论,其代表人物是英国经济学家罗伯逊。古典经济学家认为利率决定于储蓄与投资,当储蓄与投资达到均衡时的利率水平就是均衡利率,所以利率是储蓄的报酬或价格。但罗伯逊认为,利息不是储蓄的价格,实际上也并不存在储蓄的价格,而只存在贷款资金的价格。利率是贷款资金的价格,这个价格最终取决于可借贷资金的供求关系。按照他的看法,可借贷资金的供求取决于以下几个方面:(1)当前的储蓄;(2)固定投资的出售所得;(3)窖藏现金的使用;(4)银行体系创造的新的货币量。从需求的角度看也包括几个方面:(1)当前投资;(2)固定资本以及折旧的补偿;(3)现金新增的累积和窖藏。简单地说,可借贷资金的供给由储蓄(s)和银行新增的货币供应(m)构成。利率决定于可借贷资金供给曲线与需求曲线的交叉点,所以可借贷资金的核心理论是:可借贷资金供给=可借贷资金需求,即: $S + M = I + L$ 。

从图1-1可以看出,可借贷资金的需求和利率的变动是负相关的关系,而可借贷资金的供给与利率是正相关关系。两条曲线相交于A点,这一点就是均衡利率水平。



1.2 金融深化、信贷配给和金融约束理论

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

图1-1 可借贷资金供求的均衡

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,因此均衡信贷理论对于发展中国家不一定不适合。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)是金融深化理论主要的代表人物^①。他们指出,经济发展和金融发展之间具有互相促进的特点,而在发展中国家经济与金融之间是一种恶性循环。金融发展的落后限制了经济的发展,而经济发展的停滞又使金融业难以真正扩展。发展中国家出现这种金融压制的原因主要是制度上的缺陷和错误造成的,通常表现为三种形式。第一,资金价格的扭曲,实际利率被压得过低(导致资金需求大于供给,金融体系最终以配给方式配置资金,最后资金流向政府的关联企业和部门);第二,结构单一,金融市场不发达,信用工具少;第三,市场分割,金融体系表现为“二元”状态。针对这一金融抑制现象,麦金农和肖提出了金融深化的主张,他们认为,金融深化的主要特征在于放松政府对于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。

无论可借贷资金理论还是金融深化理论都认为资金的价格—利率会调节信贷资金的供给和需求,使信贷市场最终产生均衡利率。在均衡利率水平上借款人的需求得到满足,资金供给和资金需求能够实现均衡(如图1-1中的A点,此时信贷市场出清)。但是,在现实的信贷市场上,利率并不能完全引导银行的信贷供给。在许多情况下,即使借款人愿意接受更高的利率,同时银行也有继续提供信贷的能力,银行还是不愿意提供信贷,这种现象被理论界以“信贷配给”的概念加以描述。其实早在50年代肖和其他的一些经济学家就发现,信贷市场上存在着信贷配给^②现象。斯蒂格利茨和格林沃德(Greenwald)以不完全信息理论解释这些现象^③。由于信息不对称,信贷市场上存在着市场失灵的问题,其原因主要来源于两个方面:一是信贷市场上的道德风险。即如果银行根据信贷市场状况提高利率时,可能形成对借款人进行风险投资的刺激,借方的破产风险降低了银行的预期收益。二是逆向选择。如银

① 他们分别在70年代发表的《金融深化与经济发展》和《货币、资本与经济发展》中,对金融制度和经济发展的相互关系和发展中国家所应采取的金融体制及其改革等问题提出了许多精辟的见解。

② De Meza 和 Webb (1992) 将信贷配给定义为:在一般利率条件下对贷款的需求超过了供给。它一般包括以下两种情况:(1) 在所有贷款申请人中,一部分人得到贷款;另一部分人被拒绝,被拒绝的申请人即便愿意支付更高的利息也不能得到贷款。(2) 一个给定申请人的借款需求只能部分地被满足。信贷配给的对象主要是资信状况差的中小企业。

③ [美] 琼·布兰查德、斯坦利·费希尔:《宏观经济学》,经济科学出版社1994年版,第521页。

行提高贷款利率时,稳健的借款人可能由于利率的提高而退出市场,而喜欢冒险的人则将要进入市场。这些说明,依赖信贷市场的自发作用,是难以达到借贷资金的供求平衡的。

由于认识到信贷市场上存在市场失灵^①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。金融约束(Financial Restraint),即指政府制定一系列政策,目的在于在金融部门和生产部门设立一种租金(不是生产要素供给无弹性而产生的租金,而是指超过竞争性市场而能够取得的收益)。金融约束的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。通过金融约束实行存款利率控制或贷款利率控制,可以实现租金在生产部门和金融部门之间的分配。他们指出,金融约束要发挥作用必须满足一定的前提条件,如宏观经济稳定、通货膨胀率比较低等。实行金融约束主要是克服金融市场上的市场失灵、促进金融深化。例如,在完全竞争的市场中,金融机构不会去偏远的农村设立分支机构;金融机构出于防范风险的需要,倾向于尽量少地发放长期贷款。实行金融约束政策有利于克服在完全竞争条件下存在的市场不足,还可以使更多的项目获得资金支持,从而对投资资金的配置产生重大的影响。

1.3 信息不对称、信贷配给与中小企业信贷

在关于信息不对称和信贷配给问题的研究中,斯蒂格利茨和韦斯(Stiglitz & Weiss, 1981)的文章是一篇经典文献(他们提出的S-W模型也成为分析中小企业融资问题的主要模型。该模型指出:逆向选择和道德风险行为使银行贷款的平均风险上升)^②。作者证明,即使没有政府干预,由于借款人方面存在的逆向选择和道德风险行为,银行的贷款供给不一定是利率的单调增函数,这样在竞争均衡下也可能出现信贷配给,信贷配给也可以作为一种长期均衡现象存在。信贷配给的对象一般主要是那些资信等级差的中小企业,这种信贷配给在没能获得贷款或者获得贷款额度较小的中小企业看来,就是一种实实在在的信贷约束。作者认为,在不完全信息(Imperfect Information)条件下,银行处理信贷市场上借贷关系的最好办法是选择合适的利率水平。信贷配给下的均衡利率水平,可以起到筛选机制和激励机制的作用。

^① 市场失灵就是指对有效资金需求无法满足(所谓有效的资金需求是指企业的融资需求满足市场提供资金的基本要求)。融资方面的市场失灵可以概括为两个方面:一个是资本市场失效,一个是信贷市场失效。

^② 关于S-W模型的具体内容可参见杨思群:《中小企业融资》,民主与建设出版社2001年版,第29—38页。

赫尔穆特·贝斯特 (Helmut Bester, 1985) 提出, 如果银行同时决定贷款的利率和所需的抵押品价值, 并且提出一组有不同的利率和抵押品要求的贷款合同: 或是利率较高, 但是抵押品价值较小; 或是利率较低, 但是抵押品价值较大。由于高风险企业拖欠的概率较高, 因此更愿意接受利率较高但是抵押品价值较小的贷款合同。在这个假设条件下, 存在的均衡将是分离均衡, 信贷配给将不会发生, 原因在于风险较低的企业将会选择一个较高价值的抵押品, 从而将自己和高风险企业区分开来, 使得高风险企业无法假冒低风险企业。在这一模型里, 企业愿意提供的抵押品价值相当于对银行发出的有关自己风险类型的信号。从模型中可直观认为, 中小企业面临信贷约束就是因为自己无法用有说服力的证据告诉银行有关企业自己的风险状况。

伯杰和尤德尔 (1992) 对信贷配给问题的存在性进行了检验。作者首先将信贷配给刻画为利率黏性: 在信贷市场供需失衡时, 利率不能有效地调节以消除这种失衡; 这种利率黏性存在的主要原因是银行的长期借款合同使得其不能调整其贷款的利率。其次, 作者对下述假设进行了经验检验: 如果信贷配给存在, 那么在面临货币紧缩时, 那些没有得到银行长期贷款承诺的客户将会面临信贷配给^①。检验结果表明, 虽然利率完全由市场决定, 但是利率黏性假设却不能被拒绝, 这与信贷配给理论的结论一致; 但是银行对于自己承诺提供的贷款和没有承诺提供的贷款所要求的利率具有相似的“黏性”, 而且有些黏性利率低于市场无风险利率, 银行索取的风险贴水 (risk premium) 是负值。这样, 利率黏性就不能通过信贷配给来解释 (因为银行无法对已经得到贷款承诺的企业实行信贷约束); 风险贴水为负值也和信贷配给均衡理论的结论无法吻合。

此外, 针对中小企业借款过程中的逆向选择问题, 我国学者蔡鲁伦认为, 应该改革目前银行授信体制、政策和程序, 建立中小企业数据库, 以便评估申请授信企业的信用状况、选择好企业并与之建立长期稳定的关系; 针对中小企业信贷过程中的道德风险问题, 钟朋荣提出银行提供流动贷款给中小企业, 并以由此购得的原材料抵押以清除抵押品不足的问题; 由于中小银行在解决信贷融资中信息不对称问题上的优势, 林毅夫^②建议应大力发展中小银行, 以增加中小企业的信贷; 贺力平^③认为, 制约我国中小企业信贷支持最主要的因素是银行机构缺乏对企业客户风险的足够信息。因此, 除了大力发

① 作者采用的是美国联邦储备体系对银行贷款条件进行调查时所获的季度数据; 这些数据的起始时间是 1977 年第一季度, 截至 1988 年第二季度。样本包括了美国 48 家工商信贷业务量最大的银行和 292 家代表中小企业各种发展水平的较小银行。

② 林毅夫、李永军: “中小金融机构发展与中小企业融资”, 《经济研究》2001 年第 1 期。

③ 贺力平: “克服中小企业与金融机构之间的不对称信息障碍”, 《改革》1999 年第 2 期。

展非国有金融机构外,他还提出通过两个途径缓解银企之间的信息障碍:(1)推动国有银行机构经营模式的转变;(2)建立一些具有独立性、按市场化运作的资信评估机构。

1.4 关系型借贷与中小企业融资

关系型贷款(*relationship lending*)(Berger & Udell, 2002),是指银行的贷款决策主要基于通过长期和多种渠道的接触所积累的关于借贷企业及其业主的相关信息而作出。因信息不对称所导致的中小企业融资困难,其本质是金融交易中的市场失效。具有准市场交易特征的关系型借贷,实际上是银行和企业为克服这种市场失效而共同构建的一种制度安排,因为由长期关系所产生的各种软信息(*soft information*),在很大程度上可以替代财务数据等硬信息,部分弥补中小企业因无力提供合格财务信息和抵押品所产生的信贷缺口,并有助于改善其不利的信贷条件。因此,关系型贷款作为解决中小企业融资问题的一种重要手段,无论在发达国家还是发展中国家均相当盛行。

德国学者的实证研究发现,德国的中小企业大部分与一家至两家银行建立了长期的借贷关系,许多中小企业从一家银行所获得的贷款额占其贷款总额的2/3以上。该研究还发现,银企间借贷关系的持续时间与企业贷款的可得性变量之间正相关,与抵押要求正相关;在筹资成本上,有银企相互依赖关系的企业贷款利率比没有这种关系的企业贷款利率平均低0.48个百分点(Harhoff & Korting, 1998)。其他国家的许多研究文献也证明,长期化和交易对象集中化的关系型借贷有助于改善中小企业贷款的可得性和贷款条件,能够较有效地缓解中小企业的融资困难(Berger & Udell, 1995; Angelini, Salvo, Ferri, 1998)。在我国,银行往往热衷于与大企业等优质客户建立长期关系,轻视对中小企业的关系型贷款,这是造成我国中小企业融资困难的原因之一。

1.5 企业融资顺序理论

对于企业融资结构(又称资本结构)的研究,从研究方式来划分,大体可以分为三个体系:一是以杜兰特(Durand, 1952)为主的早期企业融资理论学派。二是以M-M理论为中心的现代企业融资理论学派,此学派继承了杜兰特等人的观点(提出在完善的市场中,企业资本结构与企业的市场价值无关;或者说,企业选择怎样的融资方式均不会影响企业市场价值这一结论),又形成两个分支:一支是以法拉(Farrar, 1967)、塞尔文(Shavell, 1966)、贝南(Brennan, 1978)等为代表的税差学派,主要研究企业所得税、个人所得税和资本利得税之间的税差与企业融资结构的关系;另一支是以巴克特(Betker, 1978)、阿特曼