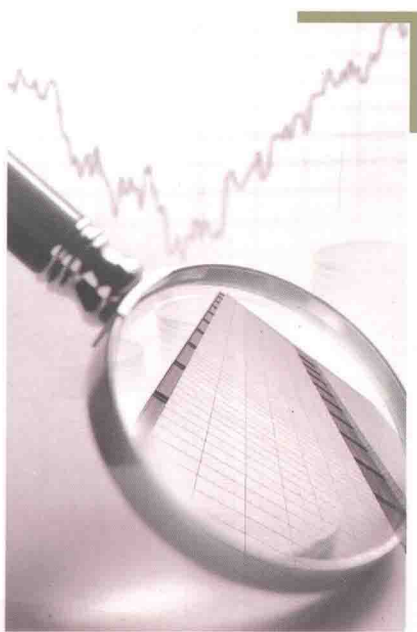


中小企业金融边缘化与 融资制度创新研究

阙方平 曾繁华 编著

ZHONGXIAO QIYE
JINRONG BIANYUANHUA YU
RONGZI ZHIDU CHUANGXIN
YANJIU



 中国金融出版社

中小企业金融边缘化与 融资制度创新研究

阙方平 曾繁华 编著



中国金融出版社

责任编辑：张 铁

责任校对：刘 明

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

中小企业金融边缘化与融资制度创新研究 (Zhongxiao Qiye Jinrong Bianyuanhua yu Rongzi Zhidu Chuangxin Yanjiu) / 阙方平, 曾繁华编著. —北京: 中国金融出版社, 2012. 11

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6655 - 1

I. ①中… II. ①阙…②曾… III. ①中小企业—企业融资—研究—中国
IV. ①F279. 243

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 261929 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 24.5

字数 426 千

版次 2012 年 11 月第 1 版

印次 2012 年 11 月第 1 次印刷

定价 50.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6655 - 1/F. 6215

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

本书编委会

主 编 阙方平 曾繁华

副主编 段红涛 黄 超 彭 中

序 言

三十多年的改革开放使我国经济保持了持续高速增长，居民收入不断提高，中国从一个人均不足 300 美元的低收入国家发展到一个中等收入水平的国家。随着人口老龄化进程的加快，我国经济将告别三十多年的高增长，进入增速相对趋缓的发展阶段。按照“水桶原理”，面对收入差距拉大并有可能跌入中等收入陷阱的风险，大力支持中小企业发展具有更加重要的意义。

为了改善中小企业经营环境，促进中小企业健康发展，2002 年国家发布实施了《中华人民共和国中小企业促进法》，各级政府及相关部门在财税支持、融资服务、创业扶持、市场开拓、服务体系、改善环境等方面出台了一系列政策措施，做了大量工作，取得了显著成效。据 2011 年数据统计，中小企业占中国企业数量的 98% 以上，占中国新增就业岗位位的 85%，占据新产品的 75%，发明专利的 65%，GDP 的 60%，税收的 50%。

中小企业融资难问题一直是社会各界关注的焦点问题。从 2011 年上半年开始，山东、浙江等我国东部沿海不少省份的中小企业，遇到了难以逾越的“钱荒”危机。此后，民间借贷危机及温州企业主“跑路”风开始风靡，引起各级政府及社会各界的广泛关注。

应该说我国政府、金融监管部门以及金融机构在改善中小企业金融服务，提高中小企业融资服务的满足率、覆盖率和满意度方面采取了许多措施，“三率”水平有较大提升。但是，为什么人大、政协每年仍有大量关于解决中小企业融资内容的提案？为什么社会各界对中小企业融资问题反响强烈？为什么中小企业发展仍遭遇“钱荒”？这

些都反映出中小企业融资难问题仍然存在。

研究中小企业融资难问题的文章有不少，但都着重其一点；专著也有一些，但未见到系统的理论研究，也多以实务介绍为主。《中小企业金融边缘化与融资制度创新研究》一书，在系统理论分析、实证研究和实务操作方面作出了一些创新性探索。

一是系统的研究方法。本书综合运用系统研究方法、比较研究方法及案例研究方法。在理论研究方面，系统介绍金融制度创新诱因理论、融资结构理论、中小企业金融生命周期理论与制度经济学金融创新理论。在实务研究方面，分别列举发达国家、新兴资本国家和地区的中小企业融资模式并进行比较，对比研究债权融资、股权融资、租赁融资及项目融资四种融资模式及其相应案例。本书通过规范分析、实证分析，从宏观、中观及微观三维度，剖析政府、金融及企业三层面的各种因素，全面系统地剖析与论述中小企业融资难产生的缘由，并有针对性地提出解决方案，体现系统性与全面性特色。

二是新颖的研究视角。由于金融制度及体制机制的不健全，加上中小企业信息不对称等缘由，我国中小企业融资难在全球金融危机日益加剧背景下表现得尤为突出。以往的研究文章和学术专著，更多地着重于问题表象的研究，诸如信息不对称导致的逆向选择、道德风险，中小企业素质低下、管理能力弱等方面。本书以中小企业金融边缘化为切入点，开辟了新的研究视角。从介绍“麦克米伦缺口”理论入手，在分析融资难问题表象、中小企业自身不足的基础上，指出正是由于金融机构以及政府部门相关体制缺陷、机制不健全，导致中小企业金融边缘化陷阱日益明显，并在这一论断基础上提出有针对性的解决之策。本书把有关经济学基本理论与中小企业融资实践有机结合起来，较充分地体现出研究的前瞻性与开创性特色。

三是创新的理论体系。本书从中小企业融资制度创新基础理论入手，把西方宏微观经济学、制度经济学、金融学等有关理论与中国中小企业融资难的具体实践相结合，创造性地提出了“中小企业金融边缘化”论断，并以此为主线，研究其形成的制度经济学等方面的成因、表现、现实解决办法及创新性对策。本书总结中小企业金融服务

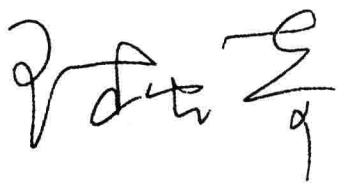
边缘化主要表现为：自有资金和民间借贷成为中小企业资金来源主渠道，直接融资占比偏低，金融支持方面仍以银行贷款为主但银行支持仍显不足等几个方面。同时，分析指出中小企业金融边缘化原因纷繁复杂，但通常概括起来可以划分为两类：一类是中小企业自身特点对其融资难造成的约束，包括中小企业盈利能力不高、负债能力有限、信用信息不足、抗风险能力较弱等；另一类便是金融制度存在的固有问题，对中小企业融资造成的约束，主要有社会资金供给总量不足、银行业务趋同、融资担保体系尚待完善、政府作用亟待进一步发挥等。

四是理论联系实际。本书在理论研究的基础上，对中小企业融资渠道、结构及成本进行阐述，剖析中小企业金融边缘化现状、问题及其成因，比较借鉴了海外中小企业融资制度，并对我国中小企业目前使用的债券、股权、租赁、项目融资等几种模式进行深入分析。在此基础上，对银行服务创新实践进行系统的归纳总结，提出建设中小企业融资信息交流与对接平台、构建健康的信贷文化、建立和完善激励约束机制、标准化的信用制度体系、融资担保体系以及加强政策支持和融资环境建设等战略对策，为缓解中小企业融资难问题提供新的视野和思路。

本书作者之一的阙方平同志，我多年前就相识。阙方平同志先后师从江其务教授和周骏教授，是西安交通大学经济学博士、中南财经政法大学博士后，在金融研究领域颇有建树。现担任湖北银监局副局长，同时被武汉大学、中南财经政法大学等多所大专院校聘为兼职教授，今年初又被中南财经政法大学新华金融保险学院聘请为博士生合作导师。阙方平同志先后在《管理世界》、《财贸经济》、《金融研究》等一级刊物发表论文 170 多篇，先后有 20 多项研究成果在中央、省、市级学术单位评比中获奖，其中 2 项成果被中国金融学会分别授予“二等奖”和“三等奖”，一项成果被中国银监会评为第二届青年论坛优秀论文“二等奖”。先后在中国金融出版社、新华出版社出版《有问题银行处置制度安排研究》、《中国票据市场制度变迁》、《中国票据市场制度安排与运作实践》等 8 部学术专著。

本书作者之一的曾繁华同志，是武汉大学理论经济学博士后，现为中南财经政法大学 WTO 与湖北发展研究中心副主任，国民经济学系副主任，中南财经政法大学科研骨干，湖北省行为科学学会副会长，武汉市劳动就业服务管理协会副会长，中南财经政法大学中青年经济研究会会长，武汉市仲裁委员会仲裁员。长期从事市场经济及产权理论、跨国公司竞争力及其战略、隐性就业等方面的研究，出版过《铁饭碗·黑饭碗·金饭碗》、《隐形就业新论》等代表性著作，以及《以市场换技术制度安排问题研究》、《论市场所有权》、《中国经济增长方式转变的阶段划分与目标定位》等著作。

本书编著者一位是长期从事实务工作的专家，另一位是从事研究和教学的学者，两位作者的通力合作使本书的内容既有实证分析和以实际工作情况为基础的特点，又有理论研究的深度，理论研究和实务工作得到紧密结合。因此，本书既是一部有创新研究的理论专著，又是一部解决中小企业融资问题的实践指南，值得从事中小企业融资问题研究和实务操作的同志学习、参考和借鉴。我衷心希望读者能从本书中获益，也希望中小企业融资难问题能在我国得到有效解决，从而促使我国国民经济更加健康快速发展。



2012 年 10 月

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景	1
第二节 国内外研究文献综述及评价	4
第三节 研究思路、研究方法与创新之处	11
第二章 中小企业融资制度创新基础理论概述	15
第一节 金融制度创新理论	15
第二节 中小企业融资结构理论	24
第三节 中小企业生命周期理论	29
第四节 制度经济学金融创新理论	32
第三章 中小企业融资渠道、结构及成本概述	41
第一节 中小企业融资渠道	41
第二节 中小企业融资结构	45
第三节 中小企业融资形式	47
第四节 中小企业融资成本分析	51
第四章 中小企业金融边缘化现状、问题及其成因	57
第一节 “麦克米伦缺口”理论解析	57
第二节 中国中小企业融资现状	61
第三节 中国中小企业金融边缘化表现形式	65
第四节 中小企业金融边缘化困境成因剖析	68

第五章 海外中小企业融资制度比较与借鉴	73
第一节 发达国家中小企业融资制度分析	73
第二节 新兴资本市场中小企业融资制度分析	86
第三节 海外中小企业融资制度比较与借鉴	91
第六章 我国中小企业融资模式创新研究	97
第一节 债券融资模式	97
第二节 股权融资模式	132
第三节 租赁融资模式	140
第四节 项目融资模式	149
第七章 中小企业银行服务创新实践及制度化安排	157
第一节 中小企业银行服务创新实践	157
第二节 中小企业融资服务的制度化安排	190
附录 中小企业融资有关法规政策汇编	199
中华人民共和国中小企业促进法	199
国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的 若干意见	205
国务院办公厅转发发展改革委等部门关于加强中小企业 信用担保体系建设意见的通知	213
国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见	217
国务院关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见	224
中国人民银行、财政部、国家经贸委、劳动和社会保障部关于 印发《下岗失业人员小额担保贷款管理办法》的通知	232
中国人民银行关于中小企业信用担保体系建设相关金融服务工作的 指导意见	235
中国人民银行 银监会 证监会 保监会关于进一步做好中小企业 金融服务工作的若干意见	237
中国银监会关于印发《银行开展小企业授信工作指导意见》的通知 ..	242
中国银监会关于在从紧货币政策形势下进一步做好小企业金融服务	

工作的通知	247
中国银监会关于认真落实“有保有压”政策进一步改进小企业金融服务的通知	249
中国银监会关于当前调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知	252
中国银监会办公厅关于创新小企业流动资金贷款还款方式的通知	257
中国银行业监督管理委员会 中华人民共和国科学技术部关于进一步加大对科技型中小企业信贷支持的指导意见	259
融资性担保公司管理暂行办法	262
中国银监会关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知	271
中国银监会关于支持商业银行进一步改进小型微型企业金融服务的补充通知	273
财政部 科学技术部关于印发《科技型中小企业技术创新基金财务管理暂行办法》的通知	276
财政部 科技部关于印发《科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法》的通知	280
财政部 工业和信息化部关于印发《中小企业发展专项资金管理办法》的通知	286
财政部关于印发《中小商贸企业发展专项资金管理暂行办法》的通知	290
财政部 商务部关于印发《中小外贸企业融资担保专项资金管理暂行办法》的通知	293
财政部关于印发《地方特色产业中小企业发展资金管理暂行办法》的通知	296
财政部 国家税务总局关于中小企业信用担保机构有关准备金企业所得税税前扣除政策的通知	300
工业和信息化部关于支持引导中小企业信用担保机构加大服务力度缓解中小企业生产经营困难的通知	302
关于做好缓解当前生产经营困难保持中小企业平稳较快发展有关工作的通知	305
工业和信息化部 国家税务总局关于中小企业信用担保机构免征	

营业税有关问题的通知	310
工业和信息化部关于做好中小企业金融服务合作工作的通知	313
工业和信息化部关于印发《国家中小企业公共服务示范平台管理 暂行办法》的通知	315
工业和信息化部关于印发《国家中小企业公共服务示范平台认定的 管理办法》的通知	319
工业和信息化部 国家统计局 国家发展和改革委员会 财政部关于 印发《中小企业划型标准规定》的通知	324
科技部 财政部关于印发《科技型中小企业技术创新基金项目管理 暂行办法》的通知	328
湖北省实施《中华人民共和国中小企业促进法》办法	334
湖北省人民政府办公厅转发省经委等部门《关于实施“中小企业成长 工程”的意见》的通知	340
湖北省人民政府办公厅转发省经委等部门《关于加快推进中小企业信用 担保体系建设意见》的通知	345
湖北省人民政府关于进一步加快全省中小企业社会化服务体系建设的 意见	350
中国银行业监督管理委员会湖北监管局关于印发《湖北省银行业金融 机构开展小企业辅导工作指引》的通知	356
湖北省财政厅 湖北省经济委员会关于印发《湖北省中小企业发展专项 资金管理暂行办法》的通知	360
 参考文献	 364
 后记	 380

第一章 导 论

第一节 研究背景

一、国际背景

(一) 中小企业发展在世界各国经济中举足轻重

纵观国际经济发展历程,无论是发达国家,还是发展中国家,中小企业在促进科技进步、增加就业与扩大出口等方面发挥着越来越重要的作用。特别是在科学技术飞速发展与信息技术突飞猛进的今天,中小企业已与大企业一起成为经济发展的支柱。首先,中小企业是推动世界经济发展的基本力量。在世界各国中,中小企业数量占据 98% 以上,其对 GDP 的贡献率也维持在较高水平上。其次,中小企业是解决新增就业问题的主要渠道。据统计显示,中小企业吸纳就业人数占就业人口总数的 70% 以上。再次,中小企业是技术创新和产业结构调整不可忽视的重要力量。中小企业具有经营灵活,束缚相对较少的特质,对于技术创新和产业结构调整有促进作用。资料显示,在 20 世纪的主要发明中,有 60% 以上是由独立发明人或中小企业形成的。最后,中小企业是维护市场公平竞争的重要制衡力量。市场经济的本质就是自由竞争,从中小企业自身性质和特点来看,对市场公平性和透明度要求更高,这样容易打破市场垄断,促进市场充分自由竞争。

美国政府把中小企业称做是“美国经济的脊梁”;日本更是提出“没有中小企业发展就没有日本的繁荣”;德国则把中小企业称为国家的“重要经济支柱”;韩国政府提出的口号是“中小企业——经济增长的发动机”。由此可以看出,各国政府对中小企业的定位与重视。中小企业在经济增长、就业、技术创新等方面发挥着举足轻重的作用,见表 1-1。

表 1-1 各国（地区）中小企业在各项指标中所占比重 单位：%

国家（地区）\指标	企业总数	GDP 贡献率	就业总数	技术创新
美国	99	40	67	55
日本	99	50	80	58
德国	99	67	78	53
韩国	99	57	74	—
中国台湾	98	55	70	65

资料来源：笔者根据有关资料整理。

（二）中小企业融资是世界性难题

中小企业地位重要，但由于可供抵押的资产少、经营风险高、信息不对称，中小企业融资成为世界性难题。为此，世界各国的政府都积极介入，建设符合本国国情的中小企业金融服务体系。对比欧盟和美国的中小企业金融服务体系，不难发现，无论是美国还是欧盟国家，政府的鼓励和扶持作用均不可忽视。但在政府具体所起的作用上，则有所区别。

美国主要通过小企业管理署制定宏观调控政策，引导民间资本向小企业投资。在融资渠道上，美国的资本市场和风险资本市场对中小企业帮助更大。在机构设置上，欧洲国家更注重发挥欧盟的区域协调作用，各成员国国内的机构相互配合。欧盟国家针对中小企业的各项财税政策涉及中小企业生产、经营、投资、人员培训等各个环节，其融资扶持措施结合了各个阶段的产业政策，着力解决产业结构调整 and 缓解就业的压力。^① 本书的研究借鉴了发达国家及一些新兴市场国家融资模式及其经验，希望对解决我国中小企业融资难问题有一定启示与帮助。

二、国内背景

（一）我国中小企业在国民经济中的战略作用

据我国官方统计，截至 2010 年，我国中小企业总计 4 200 多万户，其中个体工商户 3 800 万户，在各地工商部门注册的中小企业 430 万户。数量众多的中小企业遍布第二、第三产业，涉及各种所有制结构，覆盖国民经济各个领域。统计表明，中小企业数量占全国企业总数的 99%，中小企业所制造最终产品和

^① 张惠莲．破解中小企业融资的世界性难题——欧美中小企业金融服务比较 [J]．中国金融，2008（20）．

服务价值占 GDP 的 60% 以上, 提供了 80% 以上城镇就业岗位, 缴纳税金占全国的 50%, 发明专利占全国的 66%, 研发新产品占全国的 82%, 外贸出口占全国的 68%。^① 此外, 中小企业在经济结构调整和产业优化升级方面发挥着不可或缺的作用。不少中小企业已从早期的制造、建筑、运输、商贸等领域, 向基础设施、公用事业、新兴服务、高新技术产业领域拓展, 实现产业结构优化升级。中小企业在“专、精、特、新”方面迈出步伐。再次, 中小企业是扩大对外开放, 开展对外贸易的最活跃力量。统计表明, 中小企业在服装、纺织品、玩具、鞋类等传统劳动密集型产品上的出口比重高达 90% 以上, 在通讯设备、电子产品、新型材料、生物技术等高科技领域, 出口比重逐年提高。中小企业对国民经济健康快速发展起着举足轻重的战略作用。

(二) 我国中小企业融资边缘化日趋明显

与我国中小企业推动经济社会发展的重要战略地位形成鲜明对比, 解决中小企业融资问题的进展却是步履维艰。到目前, 中小企业融资困境问题早已不是一个新鲜话题, 一直以来是产业界、学术界和政府部门广泛关注和探讨的热门话题。尽管近年来我国高度重视中小企业融资问题, 国家有关部门也采取了一系列的措施, 然而这些办法往往治标不治本, 没有触及深层次原因, 融资难题一直未得到有效解决。有关资料显示, 占我国企业总数的 99%、创造全国 GDP 60% 的中小企业, 信贷资金却仅占总信贷资金的 40% 左右。可见, 我国中小企业在融资问题上处于“强位弱势”的尴尬境地。

目前, 企业的融资渠道不外乎有三种: 向银行申请贷款、发行企业债券、发行股票上市直接融资。而对中小企业而言, 融资渠道十分狭窄, 融资能力都有限。由于我国股票市场容量有限以及发行审核控制, 中小企业股票上市融资比较困难。而由于涉及金融风险问题以及公众信心因素影响, 中小企业发行企业债券也难以得到批准和顺利发行。从目前的发展情况来看, 中小企业的资金主要靠自有资金和银行贷款。

实际上中小企业从银行获得贷款也是十分困难的。大部分中小企业是内部融资, 自我滚雪球式发展, 致使企业很难形成规模生产。中小企业所面临的资金矛盾非常突出, 许多有项目有盈利的企业由于难以筹措到必需的资金而不能最大规模地发挥其能力, 这已经成为制约民营企业的重要“瓶颈”。^②

总体看来, 我国中小企业已成为推动国民经济健康发展和构建社会主义和

① 张晋龙. 中国中小企业数量已超千万户, 新华网, 新华新闻, 2010-05.

② 曹凤岐. 如何解决中小企业融资难问题 [J]. 湖北省中小企业研究中心, 2011 (7).

谐社会的重要力量，我们要加快中小企业融资模式、融资渠道制度化建设，加强政策支持和融资体制环境建设，创新中小企业融资服务平台，建立完善的法律环境保障体系，以支持中小企业融资，从根本上解决中小企业融资困境。

第二节 国内外研究文献综述及评价

一、国外研究文献综述

（一）国外中小企业融资结构理论文献综述

国外理论界对中小企业融资结构理论经过多年的发展，已形成较为成熟的体系，融资结构理论发展大体可分为两个阶段：早期融资结构理论与现代融资结构理论。西方理论界比较一致的看法是，两者是以莫迪格利安尼和米勒（Modigliani&Miller）1958年发表的《资本成本、公司财务与投资理论》为界线，此理论被称做MM理论。下面重点介绍几个融资结构理论。

1. MM理论模型

MM理论是由莫迪格利安尼和米勒（Modigliani & Miller）1958年提出的，其将MM理论分为无公司税模型与公司税模型。以无公司税模型为例，莫迪格利安尼和米勒分析了在无公司税时企业的资本结构与企业价值及综合资本成本之间的关系，其基本思想是：资本结构与公司价值和综合资本成本无关。其提出两个命题。

命题一：不论企业是否负债，其价值等于公司所有资产的预期收益额除以该公司风险等级的报酬率。用公式表示为：

$$V = V_L = V_U = \frac{EBIT}{K_A} = \frac{EBIT}{K_{SU}}$$

式中， V 为公司价值； V_L 为有负债公司的价值； V_U 为无负债公司的价值； K_A 为有负债公司的资本加权平均资本成本； K_{SU} 为无负债公司的普通股必要报酬率； $EBIT$ 为企业息税前利润。

命题二：有负债公司的权益成本（ K_{SL} ）等于同一风险等级中某一无负债公司的权益成本（ K_{SU} ）加上风险溢价。风险溢价根据无负债公司的权益成本率和负债公司的债务资本成本率（ K_D ）之差乘以债务与权益比例来确定。用公式表示为：

$$K_{SL} = K_{SU} + (K_{SU} - K_D) \times (D/S_L)$$

式中, D 为有负债公司的负债价值; S_L 为有负债公司的权益价值。MM 理论的结论是: 在无税情况下, 企业的货币资本结构不会影响企业的价值和资本成本。^①

2. 平衡理论模型

20 世纪 70 年代中期形成以罗比切克 (Robichek, 1967)、梅耶斯 (Myers, 1984)、考劳斯 (Kraus, 1973)、斯科特 (Scott, 1976) 等为代表的平衡理论。该理论认为企业融资体系就是一个完整的“平衡”体系, 即研究融资结构的成本与收益的平衡问题, 在税收收益与破产成本现值之间进行平衡而得到一个最优融资结构, 理论界又将平衡理论划分为平衡理论与后平衡理论。

平衡理论基本模型引自于 MM 理论的修正模型, 平衡理论认为, 制约企业无限追求免税优惠或负债的最大值的关键因素是由债务上升而形成的企业风险和费用。企业债务增加使企业陷入财务危机甚至破产的可能性也增加。随着企业债务增加, 风险上升, 以及各种费用增加企业的额外成本, 从而降低其市场价值。因此, 企业最佳融资结构应当是在负债价值最大化和债务上升带来的财务危机成本以及代理成本之间选择最适当点。也就是说, 正是这些约束条件致使企业不可能实现 100% 的债权融资结构, 理想的债务与股权比率就是税前优惠的好处与破产代理成本之间的平衡。

3. 代理成本理论模型

代理成本理论是由詹森 (Jensen) 和麦克林 (Meckling) 提出的。他们区分了两种公司利益冲突: 股东与经理层之间的利益冲突和债权人与股东之间的利益冲突。首先, 股东与经理层之间的利益冲突。在企业中, 由于经理层不能拥有公司 100% 的剩余利益, 因而由于其努力工作所带来的收益必须在经理层与其他所有者之间进行分享。其次, 债权人与股东之间的利益冲突。由于股东的责任有限, 而剩余收益由股东分享, 因此当某项投资具有产生远高于债务面值的收益时, 即便成功的概率很低, 股东也可能会选择这一高风险投资项目。

股东与经理层之间的利益冲突所导致的代理成本又被称为“外部股东代理成本”, 债权人与股东之间的利益冲突以及与债权相伴随的破产成本又被称为“债权代理成本”。^②

4. 控制权理论模型

控制权理论模型, 即哈里斯—雷斯富 (Harris & Raviv, 1990) 模型及阿

① 中国证券业协会: 证券发行与承销 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2010: 108 ~ 109.

② 中国证券业协会: 证券发行与承销 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2010: 112 ~ 113.