

中国科学技术促进发展研究中心
创业投资研究所重点研究项目

创业投资产业发展的 国际比较及其启示

房汉廷 王伟光 编著

经济管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

创业投资产业发展的国际比较及其启示 / 房汉廷, 王伟光编著. —北京: 经济管理出版社, 2004

ISBN 7 - 80207 - 004 - X

. 创 房 ... 王 风险投资—研究 .F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 080032 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京求实印刷厂

经销: 新华书店

责任编辑: 陈 力 杨世伟

技术编辑: 晓 成

责任校对: 静 心

880mm × 1230mm/ 32

7.125 印张

171 千字

2004 年 9 月第 1 版

2004 年 9 月第 1 次印刷

印数: 1—3000 册

定价: 20.00 元

书号: ISBN 7 - 80207 - 004 - X/ F·5

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部
负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

绪 论

——中国创业板市场承载任务的诠释

在中国设立创业板市场之所以一拖再拖，除了一些可观察到的风险外，最大的障碍则是来自中国创业板所要承载任务的泛化。事实上，无论是美国的纳斯达克（NASDAQ）市场还是香港的创业板市场，其承载的任务都是非常明确的，如前者更重视价值培育，而后者更注重价值发现。笔者认为，中国的创业板市场主要有四大任务：（1）为中国高新技术产业化提供一个有效的财务安排机制；（2）对具有高成长性的企业进行价值发现和公司孵化；（3）为创业投资提供有效的退出路径；（4）为财务投资人和战略投资人提供一个相互转换的有效机制。鉴于创业板市场的重要性以及国内外条件的成熟度，笔者建议创业板市场一定要赶在主板市场全流通前开设。

为什么要推出中国版的创业板市场？什么时机推出为宜？这些本已经明朗的问题现在却因环境及其他因素的变化又增添了许多变数。随着全球经济变暖以及资本市场的相对走强，原来因金融制度安排而积累的大量金融风险，也得到了基本的释放。再加之中国金融资本监管制度的完善，如在原有的中国人民银行、证券监督管理委员会和保险监督管理委员会之外，于2003年初又成立了中国银行监督管理委员会等，所以创业板市场又开始引起人们的关注。

事实上，中国金融监管当局从来没有说不开设中国版的创业板市场，但的确没有一个明确的时间表。产生这种情况的原因可以归纳出多方面，但实质问题仍然是中国的创业板市场要解决什么样的问题以及解决这些问题的恰当时机。本文仅就这两个相互联系的问题做一个重新检证和分析，目的在于澄清一些关于创业板市场的模糊认识，为创业板市场的及早推出提供必要的理论支撑。

一、中国创业板市场的提出

中国创业板市场的名称先后经历过“二板市场”、“第二交易系统”、“高新技术板”到“创业板市场”这样一个变化的过程。从中也不难看到有关决策层对创业板市场要达成目标的游移——是主板市场的补充，还是高新技术企业的孵化器？抑或是高成长性企业的一种财务安排？

如果是作为主板市场的补充，其目的自然是为那些难以进入主板市场的企业提供一种融资安排；如果是高新技术板，其目的应该是通过资本市场的放大效应尽快发现拥有高新技术企业的商业价值，使高新技术的正外部性得到快速发现，达成社会总剩余的最大化；如果是创业板市场，其目的更多的应该是公司孵化和公司价值发现，即为创业企业提供一个通过公开资本市场融资的渠道。当然，在众多可选择的方案中，中国的新资本市场初步定位在创业板市场上。

1. 两个参照模板：美国纳斯达克与香港创业板市场

从中国金融当局发布的相关信息看，美国纳斯达克市场和香港创业板市场的经验是中国创业板市场的直接参照模式。

(1) 美国的纳斯达克 (NASDAQ) 市场：从高科技企业市场到高成长企业市场的嬗变

美国的纳斯达克市场是全球最成功的创业板市场，它发现和培育出了微软、思科、英特尔这样一些重量级的高科技企业。尽管在纳斯达克市场的初期，它基本是以支持中小型高科技企业上市融资为主要功能的，但在其发展演化过程中，企业的高科技成分逐渐变得次要，更为重要的是这些企业的高成长性。因为只有超出普通企业的高成长性，才能吸引创业投资资金的早期介入，而创业板市场的功能则是使这种可预见的成长性放大并使创业资本得以高回报地退出。所以，在今天的纳斯达克市场，高新技术型的中小企业已经从最初的形成市场主体的数量比重下降到 50% 左右，其他各种类型的高成长性企业在不断成为该市场的成员。

纳斯达克市场功能的这种嬗变，给予中国创业板市场的直接启示就是从偏重企业的高新技术特性转换为偏重企业的高成长性。一般来说，企业拥有的高新技术越多越可能带来高的成长性，而具有快速成长性的企业也往往得益于高新技术的支撑；但这种情况并不构成普遍规律，有许多高端技术，在其早期往往不具备生产者剩余增加的特性。或许是立基市场的狭小、或许是经济结构滞后、或许是互补品市场的不匹配等，都可能造成拥有高端技术的企业的的经济。这也是为什么有些企业拥有先进技术和足够资金流量而不能产生高成长性的重要原因。相反，一些拥有低端技术的企业，由于较好地解决了成本和性能比的关系，所以能够创造出更高的成长性。如中国的格兰仕微波炉，其实质性突破和引起高速成长的主要因素在于微波炉的低端技术而非高端技术。

可见，中国有关部门在设计中国版的创业板市场时，对技术与企业成长关系的认识是吸收了美国纳斯达克市场的经验。

(2) 香港创业板市场：价值发现重于价值培育的市场

香港创业板市场是我们借鉴最多的一个版本。香港设立创业板市场的背景是 1997 年之后其经济结构转型，传统经济衰退，新经济又缺乏一个较好的发现机制。最初香港同样面临着如何界定其市场功能的问题，自然也引出过是叫二板市场还是叫高新技术板市场或者创业板市场的争论。

香港设立新资本市场的最初动机，在于利用自身拥有的世界金融中心的地位，为新兴的科技型创新企业提供一种融资的“快速通道”，使香港经济逐渐转型成以科技为基础的经济。但是，香港不同于美国，它缺乏足够的合乎需要的新技术和新企业，不能为新市场提供足够的可供投资者投资的企业资源。作为一个以中小企业上市融资为主要运作目的的市场，对拟上市企业的价值培育是其重要功能。正因香港新市场这方面先天条件的缺失，所以它在经过最初的争论之后逐渐回归理性，最终选择了价值发现重于价值培育的市场定位。

2. 中国创业板市场的登场

面对着新经济的迅速升温，以网络技术、生物工程技术、新兴材料技术等为主体的科技型企业，急需有足够的资本注入，而中国现有的资本市场结构显然又无法支持这一迫切的融资需求。在这样的背景下，有关金融当局开始考虑借用美国纳斯达克等成功市场的运作模式，来发展中国的创业企业和风险金融。换言之，这种考虑的初衷实际是为日益增长的高新技术产业化需求提供一个新的融资渠道，即通常意义上的“募集资金”。

中国的高新技术企业起步晚，基础素质差，普遍缺乏实质的盈利模式。据北京安邦咨询公司（AIC）调查，在曾经拟上中国创业板市场的 238 家企业中，有 115 家是在 2000 年组建完成的，之前组建的只有 100 家。至于这些企业募集资金的目的，则更多地是为了生存而谈不上发展。如从事软件生产开发的企业，资产

超过 3000 万元人民币的只有 29 家。显然，中国拟上创业板的“高新技术企业”实际上更多地表现为概念型企业，而不是完成了创业投资培育期的企业。没有经过相对完整的价值培育的企业，如果在比较短的时间内集中到创业板市场，一旦其价值被市场证伪，其风险将是巨大的。

有关部门或许正是看到了单纯以高新技术企业为主体构建中国的创业板市场将很难规避整个市场的系统风险，所以，另一个议案——“以高成长性企业为主体构建中国创业板市场”终于成为大家比较认可和接受的方案。

从高新技术板到创业板市场的变化的另一个诱因是民营经济问题。无论是高新技术企业，还是高成长性企业，目前比较多的都是所谓“体制外企业”。尽管中国的主板市场对民营经济已经有所开放，但庞大的民营企业所对应的狭窄的资本市场仍然是制约其发展的障碍。而如果把民营企业的问题都纳入主板市场去解决，且不说时间和市场容量能否允许，就是这些企业本身的规模和质量也难以达到准入的标准。中国的民营企业主要分为两类，一是国有科研院所改制后形成的以高端技术为核心的高新技术企业，二是乡镇企业、私人企业经改制后形成的以低端技术为核心的高成长性企业。如何兼顾两类企业的融资渠道，也是构建中国创业板市场过程中逐渐凸显出来的要因。在两方面争执不下而又缺乏更好解决渠道的情况下，中国创业板市场目标的多元化也就在所难免。

二、中国创业板市场要解决的命题

在全球创业板市场普遍低迷的今天，中国还有无必要推出自己的创业板市场，已经成为许多论者和决策者关注的议题。笔者

的研究所得到的结论是，推出中国创业板市场仍然是必要的。

1. 创业板市场是中国高新技术产业化的财务安排机制

以信息化、知识化为主流的新经济正在改变着中国传统的产业结构和产品结构，许多掌握这类高端技术的企业通常只是刚刚表现出某些产业化前景而非真正的产业化。这类企业在获得必要的资金支持后，就可能得到迅速成长，甚至成长为巨型企业。同样，这些企业如果在其产业化过程中无法得到外部资金的注入，更多地将在短时间内消失。但是，传统金融遴选服务对象的标准是企业资产数量、现金流量、利润流量等确定性指标，而新经济企业在其发展初期是很难具备这些显性特征的。这就出现一个现有融资供给结构和融资需求结构不匹配的问题。如何跨越这道障碍？单纯依靠金融市场的内在动力是难以为继的，因为新经济要解决的更多的是经济发展的外部性问题。所以，社会必须为这些掌握高端技术的企业提供一种特殊的商业财务安排机制，使其巨大的回报前景得以实现并将其潜在的巨大风险有效地分散。

从目前可以寻找到的金融工具来看，创业板市场至少是可以解决这一外部性难题的较好方式。从这个意义上说，设立中国的创业板市场是解决中国高新技术产业化的必要条件。

2. 创业板市场的任务是价值发现和公司孵化

在中国主板市场的设计和运作中有一个严重的缺陷，即过分偏重资本市场的融资功能，而忽略了资本市场的价值发现功能和公司孵化功能，致使一些上市公司成为“圈钱”工具和“提款机”。所以，在设立中国的创业板市场时，一个重要的原则是恢复资本市场独特的价值发现和公司孵化功能。

创业板市场的价值发现机制有别于一般资本市场。后者通常是对项目或企业附加价值部分进行市场再发现，而其基本价值部

分在企业上市评估过程中已经完成。但是创业板市场需要发现的往往是项目或企业的全部价值。因为即使是该项目或企业的最基本部分，在上市前和上市过程中也存在很大的不确定性，仍然需要资本市场给出重新的评价。

在主板市场上市的企业，其目标是实现自身价值最大化，而在创业板市场上市的企业，其初期目标往往是借助资本市场孵化公司。原因很简单，在主板上市的企业一般都具有比较完善的运作模式，而在创业板上市的企业，其发展仍然存在很大变数。特别是对于中国这样一个风险资本匮乏的国家来说，创业板市场所担当的公司孵化任务就更为艰巨。

3. 创业板市场是创业投资退出的重要路径

一个到创业板上市的风险企业通常需要经历种子期、创业期、扩张期和成熟期四个阶段。其中，种子期和创业期一般都是由技术持有者和创业投资者完成的，扩张期和成熟期则是在资本市场完成的。这就提出了一个问题：技术持有者和创业投资者如何完成自己的投资回收。

由于对新企业的市场价值发现和公司孵化是一个连续不断的过程，因此，为使社会的技术正外部性最大化，创业板市场的价值评价体系也必须适应创业投资的连续过程。要做到这点，必须使全社会范围内的创业投资有足够的回报和稳定的再投入能力。这就要求创业投资者的创业投资和发明者的早期投入能够通过市场流出。否则，随着创业投资者和技术发明者资金的沉淀，后续的技术创新和种子孵化能力将逐渐枯竭。

所以，建立创业板市场必须对创业投资和发明者资金的退出给予充分考虑，使创业板市场成为这种持续投入资金的源泉而不是资金沉没的沙海。

4. 创业板市场是财务投资人和战略投资人相互转换的有效机制

创业板市场的投资人和一般资本市场的投资人有很大的区别。在主板市场或其他传统市场投资的投资者，通常都是战略投资者，其投资行为是基于对产业的了解和把握。但是，高新技术是超越常识的东西，投资人无法根据常识和对产业的了解对其进行判断和把握，因此他们不可能对这类企业进行长期投资，只要市场给出一定的回报，这些投资就会退出。于是，创业板市场的投资者常常表现为是财务投资人而不是战略投资人。

在这样一种投资行为驱使下，如何实现创业板市场的退出和进入呢？实际上，一个在创业板上市的企业，总是由两部分投资者组成的。在企业的扩张期，企业的价值被初步发现，公司也得到了初步孵化，作为财务投资人的投资者开始逐步退出。而与此同时，企业在进入成熟期的过程中，也开始表现出明确的产业化特征，一些超越常识的东西逐渐变得可被投资者把握。此时战略投资者开始进入，成为接替财务投资者的投资人。

因此，设计中国创业板市场时，财务投资人和战略投资人的接口设计就显得非常重要。从这个意义上说，创业板市场也是主板市场的预备队。

三、中国创业板市场推出的时机选择

尽管现在仍然有许多人不赞成设立中国创业板市场，尤其是一些创业板市场的低迷（如纳斯达克、香港创业板、韩国创业板等）和失败（如新西兰创业板市场的失败和欧洲 20 世纪 80 年代的二板失败）更使这种论点增多，但主流的观点并没有变，推出创业板的基本条件也没有发生变化。这些基本条件是：（1）中国

的中小企业多达一千多万家，掌握高端技术的高科技企业也有上百万家，设立创业板市场的企业资源有保证；(2) 目前的资本市场的功能和其基本结构无法解决中国高新技术快速产业化的问题依然存在。

1. 外部环境分析

国际市场环境更加向好，推出中国创业板市场的时机宜早不宜迟。就在中国创业板市场紧锣密鼓要推出时，国际创业板市场出现了比较大的动荡，美国纳斯达克市场、香港创业板市场等都出现了大幅下跌。于是，有关部门对中国创业板市场的前景开始担忧起来，甚至提出中国不宜推出创业板市场的观点。

如果认真分析一下国际市场环境的变化，就会发现，第一，该期间不景气的不仅仅是创业板市场，主板市场也同样陷入低迷状态；第二，创业板市场大幅下挫的同时创业投资仍然保持了很高的利润回报（2000年纳斯达克市场的创业投资的平均回报仍然保持在35%的高水平上）。

这种现象说明：全球资本市场缩水是全球经济放缓的结果，不是创业板市场自身问题使然；创业板市场在逆市中仍然保持了较高的投资价值。

所以，不能简单地认定创业板市场低迷就是市场本身失灵。相反，在这样的国际环境下，更应该加快创业板市场推出的进度，不仅能够有效地吸引国内投资者的参与，而且可以吸引一些国际创业投资的介入。

国内市场环境同样向好，推出创业板市场不存在市场障碍。目前的国内经济环境存在多项有利于创业板市场推出的条件。第一是中国经济持续、稳定地增长，成为全球经济增长的少数亮点之一。这为创业板市场企业的成长提供了极为广阔的空间和时间。第二是中国加入WTO将近3年，作为全球市场的重要组成

部分，中国为国际风险企业和创业投资提供了更宽松的运作环境。第三是国家对高端技术企业的政策倾斜将逐渐释放能量，技术创新将出现加速度趋势，为创业板市场不断有新鲜血液注入提供了保障。

2. 制度建设分析

决定创业板市场推出的另一个要因，是证券市场自身的制度建设问题。

人们担心，过早地推出创业板市场，可能会因为我们自身制度建设的缺陷导致其功能的缺失或负面影响的放大。这种分析如果放在 2000 年或更提前的一段时间，的确是有道理的。但在今天这样的一种制度规制和监管力度下，这个问题已经不是不能克服的障碍。主板市场的各项法律法规基本完善，监管部门对违规行为的查处力度越来越硬化和科学，市场的发行、交易、信息披露和退市制度都逐步与国际市场接轨。同时，有关创业板市场自身的文件也基本完成，一些敏感或有争议的问题可以在经过市场验证之后逐步修改和完善。

3. 技术细节分析：以坐市商制度的应用为例

技术问题是引起争议最多的一个环节，但也是最容易解决的问题，更不应该成为创业板在推出时间上的障碍。限于篇幅，笔者在此只以是否采用坐市商制度这个具体问题为对象，对此类问题做一个典型分析。对其他技术问题的分析，将在《关于中国创业板市场的制度设计》中展开。

纳斯达克市场的成功，很重要的原因之一就是其采用了成功的坐市商制度。中国的创业板市场要不要也采取坐市商制度，理论界和业内人士与监管部门存在一定的分歧。前者希望在中国的创业板市场借用坐市商制度，可以直接与国际惯例接轨，亦可以

通过坐市商连续提供双向报价的方式保持市场的流动性。而后者对此不予考虑的主要原因则是相关法律的修改问题。如果采用坐市商制度，就需要对《证券法》第33条的“证券在证券交易所挂牌交易，应当采用公开的集中竞价交易方式”这一规定进行必要的修改。由于修改法律需要的时间很长，程序也非常复杂，就会导致推出创业板市场的时间很漫长。

到底应该不应该采取坐市商制度呢？笔者认为，中国的创业板市场应该分两步走。

第一阶段采用严格的保荐人制度。此方案不需要修改现有法律，简便易行。坐市商制度在美国的成功，并不完全适合目前的中国国情。除了法律上的障碍，中国实行坐市商制度的其他条件也不成熟。首先，中国目前还没有足够的、合格的坐市商；其次，不合格的坐市商更容易出现合谋倾向，容易破坏市场效率。因此，目前有关创业板市场规则的征求意见稿中关于实行保荐人制度的规定是比较可行的。

第二阶段采用保荐人和坐市商结合的混合市场制度。坐市商制度和保荐人制度是可以互为补充的，中国创业板市场的长远目标应该是两种制度的结合。通过保荐人形成的竞价制可以有效地克服坐市商制可能带来的低效率的影响，而通过坐市商制又可以有效地解决市场流动性不足的问题。当然，这种模式应该是在中国的保荐人制度成熟之后采用的。从国际经验来看，单纯的保荐人制或坐市商制都越来越少，以两种方式结合的混合市场制度正在成为主流。

综上所述，笔者认为中国的创业板市场推出的时机，应该选择在中国主板市场全流通前比较有利。当然，推出创业板市场并不等于没有问题需要解决了。同时，我们也不应该把创业板市场的作用看得过高，它同样是一个局部化的、为解决某种类型企业融资问题的市场，同样具有系统风险和非系统风险，同样需要在

实施过程中不断修正和完善。

主要参考文献

史正富：《创业板在我国科技产业发展中的战略意义》，中国证券报 2001 年 10 月 9 日。

黄小勇：《创业板市场的基本特征及市场规则剖析》，证券时报 2001 年 12 月 27 日。

曹远征：《我眼中的二板市场》，中国经济时报 2000 年 9 月 15 日。

王松奇：《关于加速创业板市场建设的几个问题》，www.vcab.org

房汉廷：《实施创业投资税收激励政策 加快科技产业化环境建设》，www.sdvc.com.cn，2003 年 2 月 9 日。

房汉廷：《印度创业投资之分析》，科技部研究中心《调研报告》2003 年 37 期。

Bernard S.Black Ronald J .Gilson：《创业投资和资本市场结构、银行与股票市场》，哥伦比亚大学法学院，纽约，NY，100027，USA（1997）。

第 1 章 国际创业投资的发展 趋向与政府作用

一、创业投资：促进高新技术 产业发展的新型工具

1. 创业投资的涵义

1946 年,世界上第一家现代意义上的创业投资公司——美国研究与发展公司 (American Research and Development Corporation,ARD)在美国成立。其目的是将“二战”之后发展起来的技术,尤其是促进麻省理工学院(MIT)的技术成果能够商业化,形成规模。此后,创业投资开始在世界各地生根发芽。时至今日,经过半个多世纪的发展,创业投资已经成为创新融资、中小企业发展的有效工具。但是,到底何谓创业投资,尚无统一认识。

创业资本 (venture capital) 有时也称为风险资本 (risk capital)。根据美国创业投资协会的定义,创业资本是“由专业机构

该公司最初由 MIT 校长 Karl Compton、哈佛大学的 Georges F. Doriot 教授以及当地企业领导者共同组建,后来改组为公开上市的封闭型基金。1957 年 ARD 对数字设备公司 (Digital Equipment, DEC) 投资了 7 万美元,后来增值到了 3.55 亿美元,增长 5000 多倍,成为创业投资成功的一个神话。

提供的投资于极具增长潜力的创业企业并参与其管理的权益资本”。它具有如下特征：以具有高成长性创业企业为投资对象；通过股权投资方式进行投资；为新产品或服务的开发提供支持；通过积极的参与为所投资企业提供增值服务；为了获得高收益，通常需要面对高风险；倾向于进行长期投资。1996年OECD的一份报告指出创业投资“是一种投资于未上市的新兴创业企业并参与管理的投资行为。其价值是由创业企业家和创业投资家通过资金和专业技能所共同创造的”。

Tereza Tykiová(2000)对创业投资的概念进行了梳理。创业资本是对新兴的、成长迅速的、创新的、基于技术的企业的一种私人股权,是私人企业无法在股票市场上获得的一种投资。在欧洲,创业资本主要是指管理阶层购买(MBOs)或者管理阶层补进(MBIs),这类投资占欧洲创业投资总量的一半左右。在美国MBOs和MBIs并不是创业资本产业的一部分。因此,他认为,对新兴的、成长迅速的、创新的企业进行的股权投资应该属于“Classic”创业资本。

创业资本是“实行专业化管理、为新兴的、以增长为目标的未上市公司提供股权式融资的资本”。

创业投资与传统的银行融资或股票市场和债券市场等融资方式在投资对象、投资方式、投资收益等方面存在很大差异(表1-1),正是这些差异使得创业投资在新兴中小企业(尤其是科技型中小企业)发展过程中发挥着重要作用。所以,创业资本的显著特点并不是单纯的提供资金,它还是一种无担保高风险的、高度专业化和程序化、

美国创业投资协会章程,刘健钧:《创业投资原理与方略——对“风险投资”范式的反思与超越》,中国经济出版社,2003年,第19页。

[Http://www.oecd.org/dsti/sti/s-t/inte/prod/](http://www.oecd.org/dsti/sti/s-t/inte/prod/),转引自刘健钧:《创业投资原理与方略——对“风险投资”范式的反思与超越》,中国经济出版社,2003年,第23页。

托马斯·赫尔曼:《风险投资家:硅谷的“教练”》,载李钟文等主编,《硅谷优势——创新与创业精神的栖息地》,人民出版社,2002年,第316页。

投资人积极参与的、追求超额回报的中长期权益性投资 。

表 1 - 1 创业投资与一般金融投资比较

	创业投资	一般金融投资
投资对象	新兴（科技型）中小企业	传统大中型企业
投资条件	融资条件不严格，不需要资产担保，投资审查的重点是技术创新和市场前景	融资条件严格，需要资产担保，投资审查的重点是偿还能力
投资形式	股权/ 权益投资	贷款投资
投资管理	参与企业经营决策	不参与企业经营决策
投资收益	波动性大（不稳定）	波动性小（稳定）
投资人才	复合型人才（技术、管理、金融等）	专业型人才（财务）
投资风险	大	小

《政府在风险投资中作用的研究》，中国金融出版社，2003 年第 15 页；本文改动较大。

2. 创业投资的特殊功能

作为一种新型创新创业融资机制，创业投资并不是简单的承载提供资金的职能，它还在创新项目孵化、创新成果转化、市场开拓、企业管理等方面发挥着重要作用。从宏观角度看，创业投资在技术创新、高新技术产业发展和传统产业升级改造，以及经济增长等方面具有积极作用。

(1) 一种新型创新创业融资工具

创新及其商业化是经济发展的不竭动力。与老企业相比，具有新思想、柔性结构的新企业更容易适应客户需求，但是，许多创新型新企业都需要大量的资金。资金短缺一直是困扰小企业发展的瓶颈问题，该问题很早就被学者所认识到（Macmillan，

资料来源：http://www.zgjrj.com/fxtz/new_page1.htm。