

小企业融资理论及实证研究综述

田晓霞

(中欧国际工商学院中国民营企业研究中心 201206)

内容提要: 本综述主要围绕小企业融资需求、信贷配给及宏观经济政策冲击三方面的内容展开。严重的信息不对称以及所有者个人与企业的高度融合决定了小企业融资需求与传统理论之间存在着相当的差距,信贷配给问题在小企业当中表现突出。但也有观点认为,引入决定企业存活的真正因素)))人力资本之后,新建企业并不存在信贷配给,这为相关政策的制定开启了新的思路。最后,由于小企业受宏观政策变化的影响较大,也需要引起有关部门的足够重视,以达到不同规模企业协调发展的目的。

关键词: 小企业 融资需求 信息不对称 信贷配给 宏观经济政策冲击

无论从理论,还是实践的角度来看,融资都是小企业发展过程中的一个重要环节,这种重要性已经得到各国各界人士的普遍认可。实践方面,绝大多数国家政府,甚至一些国际组织都成立有专门服务小企业的部门,积极创造条件为小企业融资提供切实有效的帮助;理论方面,学术界针对小企业融资较传统公司金融理论所表现出的特殊性进行了深入和多角度的分析,并就实践当中一些具体的融资方式在小企业中的应用情况及显露出的问题作了有益的探讨。理论界和实务界的目的是是一致的,都是希望探寻到小企业融资选择的影响因素以及导致小企业融资困难的可能因素,进而推动相应改革措施的出台,以进一步提高小企业的融投资效率,充分发挥其在经济发展中的重要作用。

本综述期望能为国内相关研究提供一般性的理论基础和开启更广阔的思路,并创造比较借鉴的可能条件。由于小企业融资问题牵扯面很广,¹ 我们无法在一篇综述当中全面论及,这里只就以下三个方面展开讨论:(1)信息不对称背景下企业特征、所有者特征以及降低信息不对称风险动机等对小企业融资需求和资本结构选择的影响;(2)小企业是否存在信贷配给、程度如何,实践当中面临怎样的融资条件以及关系型贷款之于小企业债务融资的重要意义;(3)货币政策、金融自由化、银行业合并及结构调整等宏观经济政策对于小企业融资的影响。之所以关注上述三方面的问题,是由于小企业融资首先表现为一种需求,而这种需求(特别是其中的信贷需求)能否得到满足取决于需求和供给两方面的因素,与此同时,宏观经济大环境又是

企业发展的基本背景。

一、融资需求与资本结构选择

从融资需求的角度出发,研究企业资本结构的决定因素及最优选择问题是公司金融理论的中心议题之一。然而,传统的资本结构理论是针对一般企业提出的,其中关于企业特征的假设往往与小企业有相当的距离,因此,直接将传统理论应用于小企业碰到了很多问题。小企业融资理论即是在此背景下将传统资本结构理论与小企业特殊性结合在一起发展起来的。

传统资本结构理论中最具代表性的主要有:静态权衡理论(Static Tradeoff Model, SIO)、融资次序理论(Pecking Order Hypothesis, POH)、代理理论(Agency Theoretic Framework, ATF)和生命周期理论(Lifecycle Theory)。这些理论都对企业主有追求企业价值最大化的基本假设,而且,除静态权衡理论之外的其他几种理论都是在信息不对称及由此产生的代理成本这一分析框架下进行的。在此我们需要着重讨论的是,这些经典理论对于小企业而言是否适用、影响因素是什么以及如何修正等问题。当然,在上述理论框架之外还有其他一些结合小企业特点针对资本结构影响因素的讨论,我们也会在本节的最后作一简单介绍。

(一)关于静态权衡理论

¹ 从另外的角度看,中小企业融资理论还涉及宏观经济背景下企业融资与企业发展的关系探讨,其中,研究不同类型企业在结构调整过程中的不同表现具有特别重要的意义。此外,还有大量关于企业融投资问题的讨论,如影响企业投资过度或投资不足的影响因素分析等。

在MM定理¹的基础上, Modigliani 和 Miller 最早于1963年将税收因素考虑进来提出: 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, 这即为债务的/ 税盾效应⁰ (Modigliani & Miller, 1963)。Myers 则于1984年进一步指出: 企业选择什么样的资本结构取决于它要达到的目标, 其中包括要在负债的收益和成本(即高负债可能带来的破产可能性增加)之间进行取舍, 即所谓的静态权衡理论(STO) (Myers, 1984)。应当说, 这种取舍关系是任何规模的企业在进行融资选择时都应遵循的基本原则, 然而具体到小企业, 又存在着一定的特殊性。

就负债的税盾效应而言, Ang(1991, 1992) 认为小企业普遍缺乏此类动机, 因为一方面, 对于多数小企业所采取的组织形式))) 独资和合伙而言, 公司税与所有者的个人税紧密结合在一起; 另一方面, 弱化的有限责任⁰ 也使破产成本至少在局部上会依附于个人, 因此, 小企业的最优资本结构将在很大程度上决定于个人层面。此外, 由于相关的公司税即为所有者的个人税, 它不大可能高于银行的公司税或富有亲友的个人税。这样, 当小企业向银行或富有亲友借款筹资时, 为了补偿银行或富有亲友由这些利息收益所产生的公司税或个人税, 企业所需支付的利息累计往往要大于企业由借债所获得的避税收益。其他与之有关的解释还有: 由于盈利性逊于大企业, 小企业较少会选择利用债务融资的税盾效应⁹ 等(Pettit & Singer, 1985)。而关于负债的成本, 一般认为, 由于小企业存在着更大的破产可能性, 因此应比大企业使用较少的债务融资。

(二) 关于融资次序理论

融资次序理论(POH) 是 Myers(1984) 在 Jensen & Meckling(1976)、Myers & Majluf(1984) 和 Ross(1977) 的基础上提出的, 意即企业融资选择总是先内源、后外源, 在外源当中, 又总是先债务、后权益, 而根本原因则为信息不对称。然而, Myers 关于 POH 的基础假定却不被经验数据所支持, 如有发债能力的企业却选择发行权益(Helwege & Liang, 1996) 等。对此, Garmaise(1997) 的解释是: 如果风险资本家比企业主掌握有更准确的信息, 正常的融资次序(先外源债务融资, 再外源权益融资) 就可能会反过来。

对于小企业而言, 有证据表明, 由于担心控制权的丧失, 很多小企业不太愿意完全遵循通常所说的融资次序。换句话说, 小企业的融资次序可能以一种/ 被截断的形式⁰ (truncated form) 存在, 即在任何供给条件下小企业都拒绝考虑某些特定类型的融资方式, 如多数被调查小企业不会考虑使用外源性权益融资, 部分小企业不会使用任何形式的长期债务融资,^{1/4} 究其原因

主要有三, 即成本、独立性和控制权(Howorth, 2001)。

Davidsson(1989) 在对瑞典小企业所有者/ 管理者样本进行分析的基础上得出了类似的结论, 即小企业增长最重要的动因是/ 预期金融回报⁰ 和/ 独立性的增长⁰, 当预期增长可能导致所有者控制权的损失时, 净的效应为延缓增长。换言之, 当小企业扩张与独立发展发生矛盾时, 所有者会以保持企业的独立性为重。这反映出控制权方面的考虑在小企业融资决策中是一个不可忽视的重要因素。此外, 针对小企业主由于担心控制权被稀释而排斥外部权益融资的分析还发现, 小企业主是否为创始人又会有不同的表现, 创始人通常较一般所有者更看重对企业的控制权。

Ang(1991) 提出所谓修正过的(modified) 融资次序理论则指出: 小企业将首先选择内源融资暨未分配股息, 然后是所有者贡献(owner's contribution) 暨所有者进一步的资金注入, 最后才是外源债务融资。

(三) 关于代理理论

代理理论(ATF) 是指, 企业内部和外部投资者之间潜在的冲突决定着最优的资本结构, 即企业要在代理成本和其他融资成本之间进行取舍。不同规模的企业对于代理成本及相关信号传递问题的考虑应该说基本一致, 区别只是在于小企业信息不对称的问题更加严

¹ 在 Modigliani 和 Miller 于 1958 年提出的关于企业资本结构的定理中, 基于理想世界(无信息成本和税收等)的假设, 则企业价值独立于资本结构, 即它只依赖于企业的盈利能力, 因此不存在最优的资本结构(Modigliani & Miller, 1958)。

⁰ 有限责任弱化源自旨在降低代理成本的一些手段, 它们通过增加企业主的潜在损失使得那些潜在收益的吸引力下降。比如: 银行往往要求小企业主提供个人担保或个人资产抵押以获取贷款(对于大企业的所有者则很少会涉及到这一要求, 原因或者是所有者不具备足够的财富, 或者是其所有权份额不足以促其提供此类抵押或担保); 而亲友提供的借款也不只是依靠金融方面的考虑因素作出的, 通常他们会期望通过法院得到超出企业陈述或个人破产的偿付。反过来讲, 有限责任弱化可能也是小企业能从这些渠道获得资金的主要原因之一。

⁹ Masulis(1988) 的分析结果表明: 盈利性越高的企业应当越多地使用债务融资, 以充分利用其税盾效应。

^{1/4} 文中还提到调查中反映出的一个有意思现象, 即如果企业不愿意使用长期债务融资, 其增长会受到限制, 而不愿意使用外源权益融资的企业则不存在金融约束。作者分析原因可能是, 企业在传统融资渠道之外创造性地对金融资源加以使用, 即所谓/ 拔靴式⁰ (bootstrapping) 的融资方法, 从而可能对此起到了一定的缓解作用。与此同时, 截断式融资需求对企业发展的影响程度还依赖于企业盈利性、所有者个人财富等因素。

重,这对企业的融资能力和融资条件将产生相当的影响,¹进而出于信号传递方面的考虑影响到企业的融资需求。

如前所述,小企业所有者往往由于担心控制权被稀释而排斥外部权益融资,然而在严重的信息不对称条件下,为了向外部传递有利于企业进一步融资的信号,小企业又会愿意采用公募的方式筹集资金,因为这样能够利用投行的声誉为企业起到重要的确认作用。²当然,由于企业规模所限,公募所伴随的高额发行成本对于小企业而言往往不堪重负,私募则不失为一种好的替代方法(Campbell & Kracaw, 1980)。

此外,关于抵押担保之于小企业融资重要作用的研究发现,一些企业可能反而倾向于选择非抵押非担保贷款,其原因是此类贷款需要金融机构提供更多的监管(Adler, 1993),因此可以作为一种好的信号)))贷款行对企业质量的有利评价向外界发布(Rajan & Winton, 1995),从而降低企业从事其他权益融资和债务融资的成本。经验检测也发现:拥有越多抵押担保贷款的企业,其失败的可能性越大,而较多依靠自我融资的企业比接受较多银行贷款的企业具有更高的成活率(Berger & Udell, 1990)。

(四)关于生命周期理论

生命周期理论本身即涉及企业发展初期规模较小时的融资选择问题。如Michaelas等(1996)认为:企业在建立和成长时期多使用债务融资,当企业逐渐成熟时,其对债务融资的依赖性将逐渐降低。Berger & Udell(1998)则指出:小的年轻的信息不透明的企业多依赖于初始内部融资、贸易信贷或天使(angels)融资;当企业逐步发展时,则可以获得间接融资(权益资金来自于风险投资,债务资金来自于银行、金融公司等);最后,如果企业持续增长,则有机会通过公共权益和债务市场进行融资。对于小企业而言,资本结构决策的一部分即为是否以及何时通过IPO进入公共资本市场。”

Berger & Udell(1998)同时指出,上述增长周期理论只是对企业融资路径的一个一般性描述,它并不适用于所有的小企业,因为企业的规模、年龄和信息不透明程度等并不是完全相关的。经验检测结果也显示出与这种理论预期之间的差异,如Fluck等(1997)就发现,威斯康辛州的企业在初创阶段其外源融资(主要是债务融资)超出了内源融资,企业发展的前7至8年,外源融资在融资总额中所占比例逐渐下降,之后,这一比例又趋于上升。这反映出,随着时间的推移,企业对外源资金的使用并不是简单地由少至多,而是呈现出一种UO形的发展态势。

不难发现,上述生命周期理论所指企业随发展阶

段不同选择不同的融资渠道,与前面所讨论的融资次序理论有异曲同工之处,只是分析角度和方法略有差异。两种理论综合起来反映出:企业发展初期通常总是先使用内部资金,在内部资金不够且条件允许的情况下才会使用外部资金;即使在初始阶段就有外源融资渠道可供选择,企业往往也会先选用债务融资,再是权益融资;而权益融资中又以天使融资或风险投资为先,通过公开权益市场募集资金只在企业发展到相当程度时才具有可能性和合理性。

有趣的是,Fluck(2000)在最优金融合约的框架下采用博弈论的分析方法,提出了一种较为独特的生命周期形态。他认为,企业在发展初期将首先选择外部权益或可转债,然后是留存收益,最后是长期债务或外部权益。这种观点与上述融资次序理论和生命周期理论的主要差别在于企业初始融资选择的不同,它将外部权益融资作为企业发展初期的首要选择;而且,尽管模型主体以外部权益中的私人权益作为分析对象展开,并假设在下一阶段融资之前,这些掌握控制权的权益持有者不会离开企业。然而事实上,即使这些权益持有者通过IPO将其权益卖出,分散性外部权益的存在仍将有利于企业进一步的债务融资。这也就是说,公募不再只是企业发展到最后阶段才能使用的融资渠道。

导致上述结果产生的理因可以归纳为:由于顺序发生的权利方所拥有的要求权具有阶段依赖性,即后期发生的要求权除了其自身权利,还可以依靠前期投

¹ Brau(2002)延用Ang等人(2000)的方法,且使用相同的数据(NSSB21993)对代理成本是否在银行提供贷款时作为重要考虑因素进行了经验检测,结果却显示:小企业当中代理成本的存在既不会使银行提高对它的贷款利率,也不会提高对它的抵押要求。这说明:在向小企业发放贷款时,银行并不关心代理成本的问题,其他如银企关系、企业规模、年龄和负债水平等才是其更为关注的因素。这一结果意味着:企业没有必要为了获得便宜的贷款而聘请内部人(主要指企业所有者或与企业剩余索取权高度相关的利益代表人)作为管理者。

² 另一方面,Myers(1998)则从外源权益融资存在的必要条件入手,分析了在有效设计前提下,公募在平衡内部人和外部人权力方面的重要作用,并同时指出,公开发行的最佳时机位于内部人大部分的/苦力权益(sweat equity)投资已作出,然而他们的努力成果还未完全反映在外部投资者专属的现金流或价值之时。

³ 也有一些企业不会到达这一周期的终点,即始终不会利用IPO募集资金,如mom and pop type enterprises(不追求高增长战略的企业)/life style ventures(企业家的目标函数包括其他一些表现明显的考虑因素,如自己做老板的愿望非常强烈等)。

资者来实施他们的要求权,¹这就使得企业新建时拒绝采用的一些融资合约可能在发展壮大后重新被接受。盈利性约束条件²也表明,一定条件下,新建企业可能不可以发债,却能够进行外部权益融资。³此外,即使外部私人权益持有者早期通过 IPO 将权益卖出,后期的债权人仍可受益于这些分散性权益持有者所创造的正的外部性(尽管已很小)。⁴

(五) 关于所有者特征

小企业所有者的一些特征有别于传统资本结构理论的相关假设,具体如下:

(1) 大多数的小企业所有者同时又为管理者,即创业经营者(owne2manager),因此,资本结构决策中由于所有者和经营者分离所引起的代理问题在小企业中几乎不存在。⁵但是,这又会产生其他的问题,比如,一方面资产投资组合不够分散的所有者可能为了降低风险而从事非价值最大化的行为,另一方面债务的代理成本又会由于不存在有关风险回避的管理条款而变得更高(Berger & Udell, 1998)。

(2) 相比企业主追求企业价值最大化的基本假设,小企业所有者的目标函数往往是多元化的。如 Ou (1988) 所述,小企业所有者一方面要在财富积累和控制权稀释之间进行取舍,另一方面还要在企业稳定增长和快速增长之间进行取舍,而这种目标函数将影响企业探寻不同融资来源的意愿。此外,管理者的风险回避程度也将对企业的融资决策产生一定的影响(Barton & Matthews, 1989)。⁶

(3) 相比传统理论对于企业主清楚知道各种融资来源的基本假设,Gibson (1992) 认为,小企业所有者往往缺乏足够的知识,⁷小企业融资理论应当就此作出相应的调整。

(六) 资本结构影响因素的实证检验

研究人员就小企业资本结构的影响因素也做了一定数量的经验检测,⁸这对我们理解上述理论在小企业中的适用性提供了有益的借鉴,其中较具代表性的有:

Norton (1991) 用问卷调查的方法对 405 家小型增长企业资本结构选择的影响因素进行了描述性分析,结果显示:传统理论中的代理成本、信息不对称和信号传递等因素的影响很小,税收和管理者偏好因素的影响则较明显。这再次表明,中小企业融资理论应充分考虑创业经营者的目标和偏好。

Barbosa 和 Moraes (2003) 对巴西三类制造业企业(服装、家具和食品)的回归分析表明,企业规模、资产构成和经营周期是企业资本结构三个最主要的决定因素,其他影响因素还包括:企业经营风险、盈利性、增长

率、所属行业、通胀率以及所有者的风险容忍度等,企业年龄与资本结构的关系则未被发现。⁹

国内很少有专门论及小企业融资选择的文章,关于中小企业融资选择的讨论倒有一些,而且也都是在上述理论框架下展开的。在这当中较具代表性的观点主要有:林毅夫和李永军(2001)指出,企业仅仅靠内部积累难以满足全部资金需求,当内部资金不能满足需求时,就必须选择外部融资,而在信息不对称情况下,企业的融资选择与能否解决信息不对称问题息息相关。张杰(2000)的观点与林毅夫和李永军一致,他指出:内源融资只适用于处在初创阶段的民营经济,当企业发展进入追求技术进步和资本密集阶段后就需外源融资机制的接应,但他特别强调:问题的关键在于如何在确立外源融资制度的同时不损害民营经济的内源融资机制。胡小平(2000)则认为:企业融资是随其自身发展(初始创立y 规模逐步扩大y 集团化规模经营)由主要依靠内源融资到外源融资再到内源融资这样一个交替变换的过程。

由此看来,国内很多学者普遍都将外源融资看作企业融资选择中排在内源融资之后的第二选择,区别

¹ 意即企业现有权利人的控制权会对随后的权利人产生一种正的外部性(positive extemality)。

² 由上述企业后续要求权可依靠现有要求权来实施的特点所决定,投资者对后续融资的盈利性开端要求将低于前期融资。

³ 这在企业有显著增长机会,但只有少量当前资产时更有可能发生。

⁴ 相反,如果一国对股东的法律保护不健全,缺乏流动性证券市场,则会对外部投资者为企业新建提供初始资金支持产生负的效应。

⁵ 例外的情况是,风险资本家获得了对企业控制性的利益,而企业仍由原先的企业家经营。

⁶ 类似地,所有者对企业失败容忍度的不同也是导致小企业资本结构存在很大差异的影响因素之一(Ang, 1991)。

⁷ 这也是一些文献中将小企业的/融资缺口0又称作/知识缺口0的原因。

⁸ 需要指出的是,实践当中对小企业资本结构P杠杆率的衡量可能存在着一定的偏差,如:(1)准权益(quas2 equity)的存在可能使得债务被高估,权益被低估。准权益是指个人或机构持有的债务,这些债务隐含含有与所有者达成的协议,即一方面当利息支付被拖欠时不能迫使企业破产的权力,另一方面当企业盈利时可以分享剩余的索取权;(2)企业主真实的权益贡献可能被低估。如:所有者补贴性的低工资、家庭成员免费或低成本的劳动、所有者对企业的贷款、所有者资产直接用于企业或用于贷款担保但未反映在财务报表当中以及所有者的知识产权等(Ang, 1992)。

⁹ 导致这一结果出现的原因主要是,企业年龄与经营风险和资产构成之间都存在有显著的相关关系。

只在于:林毅夫和李永军特别指出,企业选择何种融资方式取决于能否成功解决信息不对称问题;张杰强调在确立外源融资制度的同时不能损害内源融资机制;胡小平则进一步明确了内源融资在企业长期发展中的重要性。

然而,也许很大程度上由于受可获数据的限制,国内尚未发现关于中小企业融资选择或资本结构影响因素方面很漂亮的实证研究文章,仅有的一些尝试也是建立在较小样本基础之上的,这在我们理解有关检验结果时也是需要考虑的因素,不过这些检验结果还是从一定程度上揭示出我国中小企业融资选择的主要特点。以张捷和王霄(2002)为例,作者根据对631家中小企业访问调查所取得的数据,对中美两国中小企业的融资结构进行了比较,结果显示:尽管中国中小企业各个成长周期的融资结构与美国相比存在一定的差异,但其总体变化趋势¹仍然符合生命周期理论的基本规律。此外,作者还针对中国国情分别检验了/规模歧视和/所有制歧视对中小企业融资的影响,结果表明:所有制歧视对中小企业融资的影响并不显著,从而进一步揭示了生命周期理论在中国的适用性。

综上所述,小企业的特殊性决定了传统资本结构理论对其融资决策解释力度的缺乏,在充分考虑小企业特征,并对经典理论进行深度检验和积极修正的基础之上,有关小企业融资需求的理论逐渐发展了起来。归纳来讲,相对大企业而言,小企业有两个最主要的特征:信息不对称问题更加严重以及企业层面与所有者个人层面的紧密联系。它们会导致小企业在融资选择上表现出如下两个主要特点:

首先,严重的信息不对称问题对小企业融资需求产生了两方面影响:一方面,企业可能由于受到资金供给方的压力(如拒绝提供或提高融资条件)而不得不遵循所谓的融资次序或生命周期,即企业在不同发展阶段根据对信息要求的由低到高,顺序选择不同的融资渠道;另一方面,企业会出于信号传递(降低信息不对称风险的一种方法)的考虑做出一些可能违反上述融资次序的融资决策。

其次,个人因素(如所有者的目标函数、风险回避度、失败容忍度、避税考虑、控制权考虑以及知识水平等)在小企业的融资决策中起着非常重要的作用。一般而言,小企业所有者不仅希望企业能得到快速的发展,同时也十分看重对企业的实际控制权;另一方面,企业与个人的紧密结合可能使得,即使在外部环境完全相同的情况下,小企业所有者对经营风险的评价和承受力也会明显不同于一般企业。而这些因素会在很大程度上影响小企业的融资选择,使其有别于一般企

业的选择。

可以看到,小企业融资需求理论在很多问题上尚未达成一致的意見,而各种实证检验也经常得出完全不同的结果。这充分说明:小企业的多样性和复杂性使其融资需求理论还远不够完善,还有相当多的问题和争论有待于进一步的解释,而国内在相关方面的理论探讨和实证研究也还需要得到更深入和更快的发展。

二、信贷配给与信贷缺口

信贷配给问题是信息不对称背景下融资理论的经典议题,而一般认为,小企业的特点决定了银行信贷是其发展过程当中重要的融资来源之一。因此,关于小企业信贷配给问题的讨论也是中小企业融资理论的一个重要分支,而吸引最多注意力的主要有两个方面:一是小企业是否存在信贷缺口及程度如何的问题;二是实践当中一些具体方式对于缓解小企业信贷配给的作用问题。

(一)是否存在信贷缺口及程度如何

一般认为,与大企业相比,小企业与银行之间信息不对称的问题更加严重,从而使得小企业的信贷配给问题也更为显著。而小企业的信贷缺口究竟有多大,相关的经验分析也为我们提供了有益的参考,Mallick & Chakraborty 2002年的一篇文章就是其中较具代表性的一种。

在该文中,Mallick和Chakraborty基于NSSBF(National Survey of Small Business Finance)21993的有关数据对/受约束0小企业信贷缺口的规模及影响因素进行了估算和实证检验。他们所谓的受约束企业不仅包括那些贷款申请被拒绝或不能获得足额贷款的企业,而且还包括那些由于担心遭拒而不去申贷的企业;信贷缺口则是指企业期望得到的贷款与实际获得的贷款之间的差额。

研究发现:受约束小企业的信贷缺口以百分率表示平均为20%,同时,信贷缺口随着企业所属行业、年龄及组织形式的不同而表现出了相当大的差异。具体来看:(1)制造、批发和服务业企业的信贷缺口分别为50%、27%和23%,而公用事业⁰、交通运输、保险、采掘

¹ 企业债务融资比率和贷款比率先上升后下降,此外,企业自有资金和贷款比率呈反向变化趋势。

⁰ 公用事业企业不存在明显的信贷缺口可能是由行业内企业的特征所决定的,它们往往不受一般的信贷紧缩政策的影响,如Krishana等(1999)发现,公用事业企业大多为自然垄断企业,因此与其他行业相比,这些企业的外源融资需求很小。

和零售业企业则不存在明显的信贷缺口; (2) 相比独资和合伙企业, 公司制企业存在着更大的信贷缺口; (3) 与企业特征类似, 企业所有者特征如个人信用等, 以及银企关系因素对于企业的信贷缺口也具有相当的影响力。

然而, Cressy (1996) 从金融资本与企业存活率之间的关系入手, 对企业新建期是否存在信贷配给的问题进行了深入探讨, 并最终给出了否定的回答。

对于信贷配给, Cressy 给出自己一个特殊的定义, 即如果企业的存活率依赖于企业资产, 则存在资本约束和信贷配给。研究发现: 金融资本与企业存活率之间的关系是模糊的, 人力资本才是企业存活率的/ 真实⁰ 决定因素; 有关提供融资的决策是需求推动型的, 即假设银行资金供给富有弹性, 由于那些拥有更高人力资本的企业更可能被银行所接受, 所以企业将首先对融资进行自我选择(而不是被动地由银行来选择), 拥有较高人力资本的企业才会向银行提出申请。从这个意义上讲, 企业新建期不存在信贷配给。

据此, Cressy 提出了与传统相背离的政策建议, 即如果银行对新建企业的贷款不能真正促其成活, 同时企业缺少贷款也并不会加快其失败, 则适宜的政府政策应使企业新建更难(但注意不是更少)。这种政策建议更接近德国体系, 即要求潜在的小企业所有者须有强化企业存活的技术作为其自主创业的前提条件, 并基于相关的企业存活特征对潜在的企业家进行前期甄别。¹ 而这样做的好处很明显: 一方面, 年轻企业家将首先花时间在所需技能的提高上, 而不是盲目地踏入自己并不熟悉的企业经营领地; 另一方面, 新建企业的存活率提高, 从而可以为社会提供更多的长期工作机会, 银行借款的坏帐也会相应减少。

(二) 信贷市场约束条件及关系型贷款

实践当中, 为了解决中小企业在债务融资中遇到的严重的信息不对称问题, 融资的供给方和需求方乃至第三方等都做了有益的尝试, 这些方式² 手段对于中小企业融资是否起到了作用, 以及究竟起到了什么样的作用等问题都值得我们加以关注。

11 约束性条款

Ang (1991) 指出, 与大企业不同, 小企业由于受到融资渠道的限制, 在与金融机构就具体条款的谈判当中往往处于较弱的地位, 这就使得小企业很难享受到优惠性的条款。进一步地, 多数金融机构通常会在债务合约中订立相当数量的约束性条款, 这些条款要求借款人定期提供有关财务信息, 从而赋予金融机构更强的控制能力, 以防止借款人从事风险转移的行为。另外, 由于一些超小型的企业甚至没有经过审计的财

务报表, 无法适用有效的条款, 因此, 金融机构往往需要用较短的期限⁰ 来代替这些条款, 以达到约束借款人行为的目的。这也是导致小企业短期债务比例较高的原因之一(Berger & Udell, 1998)。

至于这些约束性条款是否会赋予金融机构过度的市场力量, 进而导致一些次优结果的出现, 则是另外一个研究课题。有经验检验结果表明, 银行贷款合同中各项条款的使用在提高中大型企业外源资金的可获得性(且以合理的低成本) 方面起到了正面的作用, 然而却缺乏针对小企业的经验分析。

21 抵押担保

相关讨论又将抵押细分为/ 内部抵押⁰ 和/ 外部抵押⁰ 两大类。内部抵押是指将企业资产作为抵押品, 外部抵押则指将企业以外的资产(主要指所有者的个人资产) 作为抵押品。而担保当中的个人担保也有相当一部分是所有者提供的, 由此还引发了小企业融资讨论当中的又一个主题, 即小企业所有者的个人财富在企业融资中起着什么样的作用。

分析指出, 小企业所有者的个人抵押担保可以被看作业主再次注入权益的替代方式。有数据显示, 权益、个人抵押担保、个人贷款分别约占小企业所有者对企业投资的 85%、10% 和 5% (Avery, Bostic & Samolyk, 1998)。另有讨论指出, 建立在应收帐款² 存货基础上的抵押贷款对于非常年轻以及与贷款行只有较短关系的小企业而言显得尤为重要(Berger & Udell, 1995)。

31 关系型贷款

关系型(relationship² driven) 贷款与交易型(transaction² driven) 贷款相对应, 后者在对企业财务比率(所谓的/ 硬⁰ 信息) 进行分析的基础上作出, 前者则一般基于银企关系所产生的/ 软⁰ 信息² 作出。一般认为, 小企业由于受其可置信财务报表的限制, 在交易型贷款方面相对大企业存在明显劣势, 但在关系型贷款方面却可获得极大的便利。也就是说, 关系型贷款在降低小企业贷款成本、提高贷款的可获得性方面能够

¹ 一般而言, 这种前期甄别工作需要相关政府部门和金融机构等多方面的配合, 并辅之以健全的制度体系如较完善的企业家市场等才能得以完成。

⁰ 期限可被看作一种特别强的条款类型, 短的期限(贷款行可以经常进行再次谈判) 能比较有效地制约小企业的机会主义行为。

² 所谓/ 软⁰ 信息与/ 硬⁰ 信息的重要区别在于, / 软⁰ 信息不象/ 硬⁰ 信息那样可以进行批量化生产且容易传递。正因为如此, 大银行往往由于具有更多的组织层别而较少从事关系型贷款(Berger & Udell, 2002)。

起到积极的作用。

Peterson 和 Rajan(1994) 最早使用 NSSBF21987 有关数据就关系型贷款问题做了系统的经验检测, 并对银企关系¹、信贷可获得性²的衡量方法等作了有益的探索, 结果显示: 良好的银企关系无论对于企业贷款成本, 还是信贷可获得性都会产生有利的影响, 其中对信贷可获得性的影响较为显著,³ 对贷款成本的影响却并不显著。另外, 企业所处地区的银行越集中, 企业的信贷可获得性也会显著提高。⁴

关于银企关系对信贷可获得性的影响强过对贷款成本的影响, Peterson 和 Rajan 也给出了他们的解释:

(1) 如果信贷配给确实存在, 企业投资的边际回报率要远高于信贷成本, 因此, 企业希望得到更多的贷款, 而不是更便宜的贷款;(2) 尽管银企关系能够降低贷款行的成本预期, 但由此形成的垄断力量可能阻碍了这种成本的降低向企业的传递;(3) 金融机构很难将银企关系所生成的/软0信息反映在贷款利率的相关规定中, 换言之, 贷款部门应用有关信息来决定是否发放贷款以及发放多少额度的贷款要远比决定贷款的成本容易。

上述讨论的政策含义是: 为了激励银行对小企业提供贷款, 须使银行对企业未来收益的索取权更加明确, 如弱化银行持有企业权益的禁令等。需要指出的是, 银企关系的价值在不同国家有不一样的表现, 原因可能在于宏观经济环境因素, 如银行体系的集中度、金融体系的脆弱性、破产规则以及其他影响银行收集和使用有关信息的因素等存在差异 (Berger & Udell, 1998)。

需要注意的是, 与约束性条款相类似, 关系型贷款可能也会赋予贷款行某种市场力量, 而这种力量对于小企业是利还是弊存在着不同的观点。正面观点认为: 这种力量使银行能够对小企业实施隐性的长期合约, 即企业短期只需支付补贴利率, 其后再向银行补偿支付超出竞争水平的利率 (Sharpe, 1990); 并且, 随着这种力量的增强, 即使那些信贷质量很低的小企业也能够获得贷款 (Peterson & Rajan, 1995)。反面观点则认为, 这种力量不仅可能引起交易成本和代理成本的提高, 而且可能导致投资不足的后果。

国内关于中小企业信贷配给的理论探讨以王霄和张捷(2003) 最具代表性, 作者在传统理论模型的基础上引入企业规模因素, 并将其内生, 建立起以抵押品为主导的信贷配给机制, 进而得出结论: 在信贷配给中被剔除的主要是资产规模小于银行所要求的临界抵押品价值量的中小企业, 从而为中小企业存在相对大企业更为严重的信贷缺口这一现象提供了又一种解释。

然而, 国内关于中小企业信贷配给较为成熟的经验研究还未见到。

从上面的讨论我们知道: 尽管通常认为, 小企业希望得到的贷款额度与实际得到的额度总是存在着一定的差距, 即所谓的信贷配给P缺口, 而这种信贷缺口在不同行业、不同组织形式、不同特征所有者的小企业当中表现又不尽相同。然而, 也有经济学家对信贷配给的内涵进行了重新阐释, 进而得出与一般认识相悖但却极具说服力的观点, 其政策建议更是让人耳目一新。

三、宏观经济政策的影响

货币政策、金融自由化、银行业合并及结构调整等宏观经济政策之于企业融资的影响, 根据企业规模的不同有着不一样的表现, 经济学家们对此也作了深入的分析。这能为相关政策建议的提出起到重要的借鉴作用, 从而提高其针对性和有效性。

(一) 关于货币政策对小企业融资的影响

货币政策主要有两个传导渠道: 货币渠道和信贷渠道。货币渠道指货币政策通过改变利率, 进而影响经济部门的真实支出; 信贷渠道则又分两种, 一种为银行贷款渠道, 另一种为资产负债表渠道。

¹ 作者用三个纬度的变量来衡量银企关系: (1) 关系长度; (2) 贷款行是否向企业提供贷款之外的服务, 如支票或储蓄存款等; (3) 企业借款的集中度, 用贷款行的数目来表示。

² 作者认为, 直接用负债率衡量企业信贷的可获得性存在一系列的问题, 如企业负债率可能会低估其信贷的可获得性, 因为企业存在着供给和需求两方面的制约, 换句话说, 负债率低可能由于供给方面的因素(信贷配给)所致, 也可能由于需求方面的因素(企业不愿意使用外部资金)所致。经验分析表明这个问题的确使检测结果出现了相当大的偏差。因此, 他们主张用一个反向指标即企业贸易信贷额对信贷可获得性进行间接衡量, 理由是如果金融机构限制对企业的贷款, 企业就会寻求从其他更昂贵的渠道获取资金。这说明, 企业使用的贸易信贷额能够反映其在金融机构受到的信贷约束程度。

³ 但也有观点认为, 如果银企之间建立了关系, 银行向其提供贷款的可能性会增大, 然而这种关系的长度并不重要 (Cole, 1998)。需要指出的是, 除所使用的数据基础不同外, Cole(1998) 与 Peterson & Rajan(1994) 对信贷可获得性的衡量方法也有很大区别))) Peterson & Rajan 采用间接衡量的方法, Cole 则使用直接衡量的方法, 即贷款行拒绝或同意向企业提供贷款的可能性。

⁴ Peterson & Rajan(1995) 对此做了详细阐述, 即银行愿意向小企业提供贷款其中一个可能的原因是, 这些企业的成长前景很好, 银行期望在企业未来的利益分配当中占有一席之地。但这往往只是一种隐性的承诺, 而信贷市场的集中度越高, 这种承诺的可信度将越大, 因为企业未来转向其他信贷来源的可能性越小 (Peterson & Rajan, 1995)。

银行贷款渠道是指, 货币紧缩伴随着银行储备的减少, 进而导致贷款供给的减少。在这种情况下, 企业往往会由于缺乏替代性的资金来源(至少在短期)而降低真实支出水平。这意味着, 货币政策可能对那些依赖银行贷款, 同时又缺乏替代资金来源的企业产生更大的影响, 而小企业往往具备这些特征。¹

资产负债表渠道是指, 货币紧缩通过提高利率, 从而损害到企业抵押品的价值, 降低企业信用等级, 进而削弱了企业获取贷款的能力。根据这种观点同样可以得出, 小企业在货币政策调整时受到的冲击更大, 因为相对大企业而言, 抵押贷款在小企业融资中占有更重要的地位(Berger & Udell, 1998)。

经验研究当中, 对资产负债表渠道传导的支持(Bernanke & Gertler, 1995; Bernanke, Gertler & Gilchrist, 1996)甚至多于对银行贷款渠道观点的支持。此外, Gertler 和 Gilchrist (1991)在对制造业小企业的经验研究中发现, 小型制造业企业不仅直接对利率反应敏感, 而且还深受经济周期(GNP 变化)的间接影响, 因此, 货币紧缩对小企业的影响要远大于对大企业的影响。

(二) 关于金融自由化对小企业融资的影响

McKinnon²Shaw 关于金融抑制和金融自由化的著名理论认为, 金融自由化会通过利率提高、储蓄增加, 进而导致投资增加和经济增长。对此, 新结构主义的代表人物之一 Taylor (1988) 却指出, 金融自由化不会导致资金供给总量的增加, 因为利率提高只会使得资金供给从非正规部门转向正规部门, 总的借款额不会出现净的增加。可以看出, 根据 McKinnon²Shaw 的观点, 小企业融资困境在金融自由化背景下可得到缓解; 但根据 Taylor 的观点, 小企业融资状况不会由于金融自由化的实施而有所改变。Steel (1994) 补充认为, 由于较高的交易成本和风险、抵押品的缺乏以及历史渊源等使得小企业在获取正规部门的贷款时仍将面临着诸多的限制。结合 Taylor 的观点综合考虑, 小企业的融资困境在金融自由化背景下不仅不会得到改善, 反而可能有所恶化。

(三) 关于银行业合并及结构调整对小企业融资的影响

一般认为, 银行业合并后形成的金融机构不仅规模会增大, 组织结构会更复杂, 行为方式也会发生变化, 而这些变化通常将不利于关系型贷款的开展。因此, 如果关系型贷款的确在小企业融资中起着重要作用, 银行业合并将不利于小企业融资。经验研究发现, 涉及大银行的银行间合并通常会使得对小企业的贷款大大减少, 小银行间的合并则会导致对小企业贷款的增加。³ 进一步地, 银行业合并对关系型贷款的影响还依

赖于本地区其他银行是否增加关系型贷款的发放, 即是否存在/外部效应⁰, 这至少会部分抵消银行业合并对小企业融资的负面影响(Berger et al., 1998)。然而, 即使这种外部效应能完全弥补银行间合并所带来的贷款降低, 关系利益的损失仍然存在。此外, 对跨境银行间合并问题的研究还发现, 外资银行的效率要低于国内银行, 尽管不能将这种相对低效率完全归因于关系型贷款问题, 但它至少不太可能成为外资银行的竞争优势所在(Berger & Udell, 2002)。

Peterson 和 Rajan (2002) 则指出, 银行业合并及结构调整不只是银行业放松管制或生产力过剩的结果, 信息技术革新也是其重要的推动因素, 因为这种革新不仅使银行对客户的远距离贷款成为可能, 而且使这种贷款决策不必在信息采集地做出。值得注意的是, 技术革新对于软信息的远距离传递并无太大影响, 但能为硬信息的远距离传递提供便利。这就使银行贷款的性质从强调严格的事前筛选和昂贵的事后监管, 逐渐向频繁的事后监管和及时干预转变。从这个意义上讲, 小企业的信贷可获得性和所面对的信贷市场上的竞争⁴ 都将会得到提升。

与前述讨论不同的是, Berger 等 (2001) 从企业视角 (而不是银行视角) 出发阐释了信贷市场规模结构对小企业融资的重要影响, 即小企业从特定规模银行获得授信额度的可能性与当地市场上该类银行的数目成比例。⁵ 此外, 即使在控制了传统的市场集中度与其他市场和企业的特征之后, 市场规模结构对贷款利率的影响也很显著, 并且要强于银行规模的影响, 特别是当市场由小银行占主导地位变为由大银行占主导地位时, 贷款利率可能会下降, 原因是市场规模结构对竞争程度有很大影响, 小(大)银行占主导地位意味着市场竞争程度较低(高)。

¹ 经验检测结果支持这种观点。一个结论是, 货币政策调整对小银行的影响更大, 而小银行通常又是专门针对小企业, 因此小企业所受冲击更甚(Kashyap & Stein, 1995); 另一个结论是, 货币政策对小型制造企业增长和投资的冲击要大于大型制造企业(Bernanke, Gertler & Gilchrist, 1996)。

² 也有研究指出, 银行间合并和银行规模对小企业贷款的影响并不显著(Cole & Walraven, 1998)。

³ 这意味着, 限制在当地开设分支机构的政策变得不那么重要了, 因为即使在当地没有分支机构, 外部金融机构仍然可以通过远距离贷款在当地信贷市场上占据一定的份额。因此说, 金融自由化所伴随着的外部竞争的加剧会降低在位者的既得利益, 而在位者捍卫有利于其利益的政策的动力也会大大减弱(Peterson & Rajan, 2002)。

⁴ 但很小数额的贷款和很小规模的银行可能是个别外。

由此看来,宏观经济政策变化对小企业的冲击力往往更强一些。换言之,小企业更容易受外界环境的影响(尽管这种影响是朝有利的方向发展还是不利的方向发展也许还存在着争论)。因此,有关部门在制定相关政策、推动某项经济体制改革时应当对此加以足够的重视,从而使不同规模的企业能得到协调发展。

应该说,国内关于宏观经济政策之于企业层面的影响也多有论及,但鲜见对于小企业所受冲击的专门研究和深层次分析。只有张捷(2002)在借鉴国外相关理论和实证研究的基础上指出,中国20世纪90年代后期以来的金融业改革导致银行贷款决策层次上移,从而不利于基于“软信息”的关系型借贷开展,再加上信用担保体系的不完善,中小企业融资难的问题显得更加突出。

综上所述,由于信息不对称的程度相对大企业要高很多,中小企业融资长期以来被看作一个世界性的难题来对待,所有者个人与企业的高度融合也决定了中小企业融资需求与传统理论存在着相当的差距。基于中小企业融资需求理论我们知道,信贷资金在中小企业发展过程中起着承前启后的重要作用。而一般认为,中小企业存在着不小的信贷缺口,为此,中小企业往往在信贷市场上面临着相对大企业更加严格的约束条件,关系型贷款对于中小企业而言也具有特别重要的意义。然而,引入人力资本因素,进而得出企业在新建期并不存在信贷配给问题的理论分析,无疑为我们多角度、深层次地认识中小企业融资问题提供了一个很好的借鉴,也是政府部门制定有关政策时应着重考虑的一个因素。最后,宏观经济政策对小企业所造成的冲击通常高过大企业,这也要引起政策制定者的特别关注。

参考文献

- 胡小平,2000:5中小企业融资6,经济管理出版社。
- 林毅夫、李永军,2001:5中小金融机构发展与中小企业融资6,5经济研究6第1期。
- 王霄、张捷,2003:5银行信贷配给与中小企业贷款:一个内生性抵押品和企业规模的理论模型6,5经济研究6第7期。
- 张杰,2000:5民营经济的金融困境与融资秩序6,5经济研究6第4期。
- 张捷,2002:5中小企业的关系型借贷与银行组织结构6,5经济研究6第6期。
- 张捷、王霄,2002:5中小企业金融成长周期与融资结构变化6,5世界经济6第9期。
- Adler B. E., 1993, / An Equity Agency Solution to the Bankruptcy Priority Puzzle0, Journal of Legal Studies, 22, pp. 73) 98.
- Ang J. S., 1991, / Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management0, Journal of Small Business Finance, 1, pp. 1)

13.

- Ang, J. S., 1992, / On the Theory of Finance for Privately Held Firms0, Journal of Small Business Finance, 1(5), pp. 185) 203.
- Ang, J. S., Cole, R. A. & Lin, J. W., 2000, / Agency Costs and Ownership Structure0, Journal of Finance, 55(1), pp. 81) 106.
- Avery, R. B., Bostic, R. W. & Samolyk, K. A., 1998, / The Role of Personal Wealth in Small Business Finance0, Journal of Banking and Finance, 22, pp. 1019) 1061.
- Barbosa, E. & Moraes, C., 2003, / Determinants of the Firm's Capital Structure: the Case of the Very Small Enterprises0, Working Paper from Econpapers.
- Barton, S. L. & Matthews, C. H., 1988, / Corporate Strategy and Capital Structure0, Strategic Management Journal, 9, pp. 623) 632.
- Berger, A. N., Rosen, R. J. & Udell, G. F., 2001, / The Effect of Market Size Structure on Competition: The Case of Small Business Lending0, Board of Governors of the Federal Reserve System Working Paper.
- Berger, A. N., Saunders, A., Scalise, J. M. & Udell, G. F., 1998, / The Effect of Bank Mergers and Acquisitions on Small Business Lending0, Journal of Financial Economics, 50, pp. 187) 229.
- Berger, A. N. & Udell, G. F., 2002, / Small Business Credit Availability and Relationship Lending: the Importance of Bank Organizational Structure0, Economic Journal, 112(477), pp. 32) 54.
- Berger, A. N. & Udell, G. F., 1998, / The Economics of Small Business Finance: the Role of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle0, Journal of Banking and Finance, 22, pp. 613) 673.
- Berger, A. N. & Udell, G. F., 1990, / Collateral, Loan Quality, and Bank Risk0, Journal of Monetary Economics, 25, pp. 21) 42.
- Bernanke, B. S. & Gertler, M., 1995, / Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission0, Journal of Economic Perspective, 9, pp. 27) 48.
- Bernanke, B. S., Gertler, M. & Gilchrist, S., 1996, / The Financial Accelerator, and the Flight to Quality0, Review of Economics and Statistics, 78, pp. 1) 15.
- Brau, J. C., 2002, / Do Banks Price Owner-manager Agency Costs? An Examination of Small Business Borrowing0, Journal of Small Business Management, 40(4), pp. 273) 286.
- Campbell, T. S., & Kracaw, W., 1980, / Information Production, Market Signalling and the Theory of Financial Intermediation0, Journal of Finance, 35, pp. 863) 882.
- Cole, R. A., 1998, / The Importance of Relationships to the Availability of Credit0, Journal of Banking and Finance, 22, pp. 959) 977.
- Cole, R. A. & Walranen, N., 1998, / Banking Consolidation and the Availability of Credit to Small Business0, Board of Governors of the Federal Reserve System Working Paper.
- Cressy, R., 1996, / Are Business Startups Debt-rationed?0, Economic Journal, 106(438), pp. 1253) 1270.
- Fluck, Z. D., 2000, / Financial Contracting in Startups and Ongoing Firms: A Lifecycle Theory0, Working Paper from Econpapers.
- Fluck, Z. D., Holtz-Eakin, & Rosen, H. S., 1997, / Where does the Money Come From? The Financing of Small Entrepreneurial

- Enterprises, New York University Working Paper.
- Gamaise, M. , 1997, / Informed Investors and the Financing of Entrepreneurial Projects, Stanford University Working Paper.
- Gertler, M. & Gilchrist, S. , 1991, / Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms, No. 3892, NBER working paper No. 3892.
- Gibson, B. , 1992, / Financial Information for Decision Making: An Alternative Small Firm Perspective, The Journal of Small Business Finance, 1, pp. 221) 232.
- Horworth, C. A. , 2001, / Small Firms Demand for Finance: A Research Note, International Small Business Journal, 19(4), pp. 78) 86.
- Helwege, J. & Liang, N. , 1996, / Is There A Pecking Order? Evidence from a Panel of IPO Firms, Journal of Financial Economics, 40, pp. 429) 458.
- Jensen, M. & Meckling, W. , 1976, / Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 3, pp. 305) 360.
- Kashyap, A. K. & Stein, J. C. , 1995, / The Role of Banks in Monetary Policy: A Survey with Implications for the European Monetary Union, Economics Perspectives, Sep/Oct. , pp. 3) 18.
- Krishna, B. K. , Rajan, R. G. & Zingales, L. , 1999, / What Determines Firm Size?, NBER Working Paper No. 7208.
- Mallick, R. & Chakraborty, A. , 2002, / Credit Gap in Small Business: Some New Evidence, Working Paper from Eonpapers.
- Masulis, R. W. , 1988, The Debt/Equity Choice, Ballinger Publishing Company.
- Modigliani, F. & Miller, M. , 1963, / Corporation Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, American Economic Review, 53, pp. 433) 443.
- Modigliani, F. & Miller, M. , 1958, / The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, American Economic Review, 48, pp. 261) 197.
- Myers, S. C. , 1998, / Outside Equity Financing, NBER Working Paper No. 6561.
- Myers, S. C. , 1984, / The Capital Structure Puzzle, The Journal of Finance, 39(3), pp. 575) 592.
- Myers, S. C. & Majluf, N. , 1984, / Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information That Investors Do Not Have, Journal of Financial Economics, 13, pp. 187) 221.
- Norton, E. , 1991, / Capital Structure and Small Growth Firms, Journal of Small Business Finance, 1(2), pp. 161) 177.
- Petersen, M. A. & Rajan, R. G. , 2002, / Dose Distance Still Matter? The Information Revolution in Small Business Lending, The Journal of Finance, 57(6), pp. 2379) 2403.
- Petersen, M. A. & Rajan, R. G. , 1995, / The Effects of Credit Market Competition on Firm/creditor Relationships, Quarterly Journal of Economics, 110(2), pp. 407) 443.
- Petersen, M. A. & Rajan, R. G. , 1994, / The Benefits of Lending Relationships Evidence from Small Business Data, The Journal of Finance, 49(1), pp. 3) 37.
- Pettit, R. & Singer, R. , 1985, / Small Business Finance: A Research Agenda, Financial Management, 14, pp. 47) 60.
- Rajan, R. G. & Winton, A. , 1995, / Covenants and Collateral as Incentives to Monitor, Journal of Finance, 50, pp. 1113) 1146.
- Ross, S. , 1977, / The Determination of Financial Structure: The Incentive/Signalling Approach, Bell Journal of Economics, 8, pp. 23) 40.
- Sharpe, S. , 1990, / Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Market Equilibrium Approach, The Journal of Finance, 45(4), pp. 1069) 1087.
- Steel, W. F. , 1994, / Changing the Institutional and Policy Environment for Small Enterprise Development in Africa, Small Enterprise Development, 5(2), pp. 4) 9.
- Taylor, L. , 1988, Varieties of Stabilization Experience: Towards a Sensible Macroeconomics in the Third World, Clarendon Press, Oxford.

A Survey of Theoretical and Empirical Study on Small Business Finance

Tian Xiaoxia

(Center of Chinese Private Enterprises at China Europe International Business School)

Abstract: This survey is conducted mainly on the small firms demand for finance, credit rationing, and the macroeconomic shock to small firms. It is the serious information asymmetry and the high integration that determine the divergence between small business finance and the traditional theory, and the notable credit rationing in small firms. But it also shows that there exists no credit gap in the startup enterprises if the human capital, as the real factor connected with the firms survival, is considered, which will open a new train of thought for the policy makers. Finally, the macroeconomic shock to small firms is so large that should be taken into account by government in order to realize the coordinated development of different scale firms.

Key Words: Small business; Finance demand; Information asymmetry ; Credit rationing; Macroeconomic shock

JEL Classification: G320, D820, G210, E510

(责任编辑: 宏亮)(校对: 子璇)