



科技型中小企业 融资模式创新研究

邵永同 著



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

科技型中小企业融资模式创新研究

邵永同◎著



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

科技型中小企业融资模式创新研究/邵永同著. —北京: 知识产权出版社, 2013. 9

ISBN 978-7-5130-2267-5

I. ①科… II. ①邵… III. ①高技术企业—中小企业—融资模式—研究—中国

IV. ①F279.244.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 218373 号

内容提要

当前我国科技型中小企业发展过程中遇到的突出问题是融资难问题。本书以科技型中小企业的融资模式为主线,在文献梳理、理论阐述的基础上,通过问卷调查分析了我国科技型中小企业融资的现状,探讨了科技型中小企业不同生命周期阶段的融资特征和影响因素,剖析了发达国家中小企业融资的经验模式,提出了我国科技型中小企业融资模式创新。

本书适用于高等院校、科研院所、科技创业者以及对科技型中小企业融资感兴趣的相关人员。



责任编辑: 赵 军

责任出版: 刘泽文

科技型中小企业融资模式创新研究

KEJIXING ZHONGXIAO QIYE RONGZI MOSHI CHUANGXIN YANJIU

邵永同◎著

出版发行: 知识产权出版社有限责任公司

社 址: 北京市海淀区马甸南村1号

邮 编: 100088

网 址: <http://www.ipph.cn>

邮 箱: zhaojun99668@126.com

发行电话: 010-82000893 82000860 转 8101

发行传真: 010-82000893

责编电话: 010-82000860 转 8127

责编邮箱: zhaojun@cnipr.com

印 刷: 保定市中华美凯印刷有限公司

经 销: 新华书店及相关销售网点

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 14

版 次: 2014年4月第1版

印 次: 2014年4月第1次印刷

字 数: 240千字

定 价: 48.00元

ISBN 978-7-5130-2267-5

出版版权专有 侵权必究

如有印装质量问题,本社负责调换。

前 言

进入 21 世纪,随着知识经济和科学技术的迅猛发展,当今世界已步入新经济时代,高新技术产业已成为一国经济持续发展的动力。第二次世界大战后,西方发达国家经济获得长期快速增长,主要源于高新技术产业的蓬勃发展。科技竞争已成为各国竞争的焦点,从某种意义上说,当前谁掌握了高新技术产业发展的主导权,谁就掌握了经济发展和综合国力较量的主动权。因此,在日趋激烈的综合国力竞争中,能否在高新技术产业领域占据一席之地已成为维护一国国家主权和经济安全的命脉所在。

高新技术企业是国家自主创新的主体,对新技术产业的发展具有重要的推动作用。其中,科技型中小企业是推动技术创新和高新技术产业发展最为活跃的力量。

我国科技型中小企业在市场经济的大潮中一直呈现出良好的发展态势,是吸纳高科技成果的最有效载体,高等院校、科研院所等研究机构研究的科技成果,绝大多数由科技型中小企业吸纳和转化。科技型中小企业日益成为我国高新技术产业的一支生力军,在促进科技成果产业化,稳定经济、缓解就业压力、优化投资结构和提高整体经济效率等方面具有举足轻重的作用。

然而,科技型中小企业的持续发展需要大量资金投入,而科技型中小企业往往普遍存在经营规模小、自有资金不足、抵押品缺乏、资产结构不合理和抗风险能力弱等问题。此外,大多数科技型中小企业成立时间较短,没有信誉卓著的历史记录可查,很难取得商业银行和社会公众的认可。再有,科技型中小企业的突出特征是高风险、高收益,在生存和发展过程中面临许多不确定性因素,如技术风险、市场风险和管理风险等。所有这些因素都导致了科技型中小企业无法顺利获得不断成长所需的资金。因而,长期以来,融资难是制约我国科技型中小企业生存和发展的瓶颈问题。

虽然国家对科技型中小企业的融资难问题给予了极大的重视,但科技型中小

企业面临的融资困境始终没有得到有效解决。因此,为促进科技型中小企业的发展,有必要在传统融资模式的基础上探索新的融资模式化解科技型中小企业的融资难题,以推动整个社会的科技创新,实现经济的可持续发展。

本研究以我国科技型中小企业为研究对象,以科技型中小企业的融资模式为主线,在文献梳理、理论阐述的基础上,通过问卷调查和访谈分析我国科技型中小企业融资的现状,对我国科技型中小企业不同生命周期阶段的融资特征进行了探讨,并进一步分析其影响因素,同时对发达国家中小企业融资模式的经验进行剖析,进而提出我国科技型中小企业的融资模式创新,力求为解决我国科技型中小企业融资困境作出应有的贡献。

本书在写作过程中借鉴和吸收了许多前人的研究成果,参考了大量的文献资料,没有这些成果和资料的借鉴、吸收与启发,本书是难以顺利完成的。在此,谨向各位专家、学者和文献的原作者表示诚挚的谢意!由于本人学识、时间和精力方面的局限,书中难免有疏漏和不当之处,敬请各位专家读者不吝赐教。

本研究得到了国家软科学研究计划项目(项目编号:2012GXS4D074)的经费资助。

在本书的出版过程中,知识产权出版社的赵军、李德升给予了极大的指导、支持和帮助,在此表示衷心的感谢!

邵永同
2013 年 8 月

目 录

第一章 绪 论	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究目的和意义	3
第三节 相关研究文献综述	5
第四节 研究内容、思路和方法	23
第二章 中小企业融资理论	27
第一节 相关概念界定	27
第二节 企业融资的资本结构理论	32
第三节 中小企业融资模式理论	46
第四节 中小企业资金供求理论	54
第三章 科技型中小企业融资现状	66
第一节 科技型中小企业的一般特征	67
第二节 科技型中小企业的融资现状	72
第三节 科技型中小企业融资存在的问题	80
第四章 科技型中小企业不同生命周期的融资模式	86
第一节 生命周期及其风险特征	86
第二节 科技型中小企业初创期的融资模式	91
第三节 科技型中小企业成长期的融资模式	97
第四节 科技型中小企业成熟期的融资模式	102
第五章 科技型中小企业融资模式选择的影响因素	108
第一节 政策法规及制度环境因素	109
第二节 产业竞争环境因素	115
第三节 企业内部资源和能力因素	122
第六章 发达国家科技型中小企业融资模式借鉴	133
第一节 美 国	133
第二节 德 国	142
第三节 日 本	148

第四节 其他国家	154
第七章 科技型中小企业融资模式创新	165
第一节 融资模式创新概述	165
第二节 知识产权融资模式创新	169
第三节 科技银行融资模式创新	186
第八章 研究结论及建议	198
第一节 研究结论	198
第二节 政策建议	200
附 录	204
参考文献	210

第一章 绪 论

第一节 研究背景

进入 21 世纪,随着科技革命和知识经济的迅猛发展,当今世界已步入以知识为基础的新经济时代。高新技术是当代科技领域的标杆,是现代生产力中最活跃的因素和最重要的支撑力量。第二次世界大战后,发达国家经济获得长期快速增长,主要源于高新技术产业的蓬勃发展。科技创新已经成为各国经济发展的原动力。

新的科技革命使社会分工越来越细,产品和市场的变化也随之加快,人类社会生活和经济组织结构发生了巨大变化,这使得世界各国普遍认识到,国际政治、经济、军事的较量实质上是科学技术的较量,尤其是高新技术的较量。科技竞争已成为各国竞争的焦点。

从某种意义上说,当前谁掌握了高新技术产业发展的主导权,谁就掌握了经济发展和国力较量的主动权。这是因为:(1)高新技术产业的发展已成为世界经济增长中首要因素。20 世纪初期,经济增长主要靠劳动、厂房、设备等有形资本的投入,新技术革命之后,科技进步日益成为经济发展的重要因素;(2)高新技术产业的发展使经济的可持续发展成为可能。经济可持续发展要受到生产力和生产关系的双重制约,而科技尤其是高新技术既可以突破劳动者自身因素,又可以突破生产资料对经济可持续发展的约束;(3)高新技术产业是知识经济时代增长的核心,可带来经济增长的倍增效应;(4)高新技术在客观上促进了产业结构优化。高新技术产业附加值高、渗透力强,不仅自身能够推动经济增长,而且可通过产业关联,间接提高相关产业科技附加值,带动传统产业技术升级,提高整体经济系统的生产效率。

目前,我国的国家竞争力情况不容乐观。国家竞争力不仅指一个国家创造财富的能力,更是指营造一个有利于投资、生活、发展的大环境的能力。它不仅限于过去所强调的经济价值,更是指国力的全面提升。近年来,根据公布国家竞争力报告的两个权威机构,即世界经济论坛和瑞士洛桑国际管理开发研究院对我国国家

竞争力的测度,我国国家竞争力排名均不乐观,并且更有下降趋势。在日趋激烈的综合国力竞争中,能否在高新技术产业占据一席之地已成为竞争的焦点,成为维护一国国家主权和经济安全的命脉所在。

高新技术企业是国家自主创新的主体,也是建设创新型国家的重要载体。其中,科技型中小企业是推动技术创新和高新技术产业发展最为活跃的力量。在美国,70%以上的专利都是小企业创造的,小企业的创新能力是大企业的2倍左右;在我国,小企业提供了全国大约66%的发明专利、74%以上的技术创新和82%以上的新产品开发,小企业已成为技术创新的主要力量源泉。科技型中小企业日益成为我国高新技术产业的一支生力军,在促进科技成果转化和产业化,稳定经济、缓解就业压力、优化投资结构和提高整体经济效率等方面具有重要作用。

科技型中小企业的成长需要大量资金投入,融资难是制约我国科技型中小企业生存和发展的瓶颈问题。科技型中小企业的突出特征是高风险、高收益。科技型中小企业在生存和发展过程中要面临的大量不确定性因素,如技术风险、市场风险和管理风险等。与高风险性相对应的是科技型中小企业的高收益性和高成长性。高新技术企业一旦成功,它会给投资者带来几倍甚至数十倍的收益。但是,科技型中小企业成功的概率不高,投资的高收益往往只来自极少数的成功企业,大部分企业最后以失败告终,不能给资金提供者带来高收益。而银行贷款接近于固定收益投资,适合于低风险企业。科技型中小企业的高风险特性与商业银行的风险偏好之间存在一定的矛盾。如果商业银行给科技型中小企业贷款,在承担高风险的同时却难以获得高收益的回报,收益和风险不对称,因此,商业银行在发放贷款时更愿意选择风险较低的行业进行投资。^①

国际经验表明,科技型中小企业的发展需要金融体系提供支持。金融体系的健康、可持续发展也需要技术创新和科技产业来支撑。我国科技金融合作虽取得了一定成效,但仍远远不能满足科技创新和产业化融资的需要。科技型中小企业在融资需求上表现出明显的持续性、时效性以及不确定性,长期以来,我国商业银行将贷款的安全性置于突出位置,主要面向国有大型企业发放贷款。科技型中小企业的产品往往是新研发的产品,批量生产的市场前景还不明朗,并且通常经营规模较小、自有资金不足、缺乏抵押品和抗风险能力弱,因此,即使与一般中小企业相比,科技型中小企业融资难的问题也显得十分突出。^②

① 杨兆廷、李吉栋:“‘担保换期权’与高新技术中小企业融资”,载《管理世界》2008年第10期。

② 田桂玲:“科技型中小企业利用融资租赁的探讨”,载《企业导报》2011年第13期。

此外,科技型中小企业是创新企业,一般没有信誉卓著的历史记录可查,很难获得社会公众的认可。这既影响了他们获得贷款,也使得其达不到发行债券和股票上市的规定。^①与此同时,大多数科技型中小企业存在资产结构不合理和流动性不足等问题,这更增加了它们融资的难度。

虽然国家对科技型中小企业的融资问题给予了极大的关注和重视,也出台了一系列的政策规章为科技型中小企业融资排忧解难。但科技型中小企业面临的资金困境始终没有得到有效解决,缺乏资金支持已成为影响科技型中小企业生存与发展的瓶颈。^②

因此,为促进科技型中小企业的发展,有必要在传统融资方式的基础上探索新的融资模式化解科技型中小企业的融资难题,以推动整个社会的科技创新,实现经济的可持续发展。

第二节 研究目的和意义

一、研究目的

本研究的目的在于阐述我国科技型中小企业的融资现状,不同生命周期具有的不同融资特点和科技型中小企业融资选择的影响因素,在此基础上,通过对发达国家科技型中小企业融资模式借鉴,探索促进我国科技型中小企业发展的新型融资模式,并提出我国科技型中小企业融资模式创新的具体措施。

二、研究意义

科技型中小企业已对我国国民经济发展和科技进步作出了重要贡献,但其潜能有待于进一步挖掘和释放,而在此过程中,融资难是其主要障碍。如何优化资源配置,使大量金融资源配置于高效率的科技型中小企业,关系到未来几年中国高新技术产业发展的水平和速度、国家综合国力竞争的强弱以及经济能否保持持续快速增长。具体来说,本课题的研究意义在于:

(一) 促进我国高新技术产业发展

获得融资是很多产业发展的首要条件,对高新技术产业而言尤为重要。与传

① 叶晓凌:“从科技型中小企业的融资困难谈融资租赁及其创新”,载《杭州金融研修学院学报》2001年第3期。

② 毛有碧:《民营科技企业融资:理论与实证研究》,西南财经大学2009博士学位论文。

统产业相比,高新技术产业所需的自然资源较少,而对资金投入量的依赖程度较高。从技术发明到最终走向产业化,每一个环节都需要许多资金的投入。

从我国经济中长期发展前景分析,加速技术进步,发展高技术产业是转变经济增长方式、提高经济增长质量的必然选择。高技术产业作为新兴的产业,具有增长快、附加值高的特点,它不仅能通过自身市场开发促进经济增长,还可以通过关联产业间接提高其他产业的科技附加值,促进传统产业的技术升级,提高整体经济系统的生产效率。

由于知识具有正的外部性,可借鉴发达国家成熟的技术和设备,在短期内以较低的成本推动本国经济快速增长。亚洲新兴工业化国家在很大程度上得益于这种后发优势。然而,后发优势经常也会产生后发劣势,国际上技术与资本的扩散,仍然保持着从发达国家向发展中国家转移的路径,在技术的生命周期越来越短的趋势下,发达国家最先进的技术和设备往往被限制或阻止销售到发展中国家,后发展的国家所能引进的多是一些失去先进性和市场发展潜力的旧技术和设备。因此,发展中国家即使可以在产品出口上有较大发展,甚至占有较大市场份额,但由于这些产品的附加值低,在国际贸易中仍会处于劣势地位。

几乎所有发展中国家都面临上述困境,要克服这种后发劣势,发展中国家必须在引进技术设备的同时,积极消化、吸收和创新,最终依靠自主创新生产出具有很强国际竞争力的产品。我国也是如此,发展高技术产业是当务之急。在高新技术产业的发展过程中,技术创新是关键,随着大规模的技术创新及扩散,整个社会的生产、消费和生产组织方式等都发生了巨大变化。技术创新和技术扩散需要资金、市场、政策等配套因素的支持。在我国,科技成果转化为20%左右,大部分科技成果没能及时转化为生产力。科技成果转化过程中的金融支持不足是制约我国高技术产业发展的重要因素之一。

因此,针对科技型中小企业研究高技术产业发展的金融支持,是我国当前发展高技术产业的核心任务。

(二) 解决我国高新技术产业发展中的金融抑制

研究科技型中小企业融资问题,可为高新技术产业的发展创造良好的金融环境,有效规避高新技术产业所带来的金融风险。

我国高新技术产业发展相对落后的原因很多,其中的主要问题是资金匮乏。由于缺乏必要的资金支持,许多创新项目在完成技术开发后被束之高阁,造成高技术产业化进程的中断,制约了科技转化为现实的生产力。

在我国,高新技术产业发展过程中,不仅存在着资金投入总量不足的问题,同时也存在着资金使用机制不合理、投融资渠道不健全的弊端。由于新兴产业发育不

足,大部分金融资本无法流向新兴产业实现增值,只能在传统产业和旧生产体系中低效周转,使银行体系内的不良资产与金融风险不断增大。综上所述,研究如何促进高技术产业发展,就必须解决如何对高技术产业进行资金支持的问题。

(三)经济持续发展的需要

科技型中小企业的重要特点之一是数量多、规模小,虽然有“船小好掉头”的好处,但随着市场竞争越来越激烈,科技型中小企业经营规模过小,必将难以进一步提高对市场的占有率和竞争力。科技型中小企业要进一步扩大生产规模,除依靠自我积累外,通过外部金融渠道进行融资是很重要的途径。近年来,我国政府虽然在中小企业融资方面出台了不少政策,积极扩大科技型中小企业贷款数量,但还未能从根本上改变科技型中小企业融资难的问题。这种状况不仅给科技型中小企业生产和再生产带来困难,而且会失去许多市场机会,在竞争中处于不利地位。科技型中小企业的有限资本与现代社会科学技术和生产力日新月异的大规模生产所需大量资本之间产生了难以化解的矛盾和冲突。

众所周知,如果一个经济体不能持续地把资金配置到回报率高的产业部门和企业,那么国民经济的增长就会受阻。作为经济发展中最有活力的经济细胞,许多有项目有赢利的科技型中小企业由于难以筹措到必需的资金而不能最大限度地发挥其能力,有的甚至因为资金困难而陷入经营困境或倒闭,另外,银行许多低效率的资金却不能给予它们应有的支持,造成社会资源配置的低效率,因此,如何突破科技型中小企业发展的融资瓶颈已成为我国未来经济增长必须解决的迫切问题。

(四)提高科技型中小企业运营能力

部分科技型中小企业以私营或合伙制成立,无法用有限责任制来维护资本的权利,规避无限责任的风险,若能打通科技型中小企业的直接融资渠道,使它们能够利用资本市场进行扩股、合并等手段实施资本的扩张,通过改革产权组织形式,使其符合现代企业制度的规范,提高资本的社会性和公众性,则可提高它们的经营管理水平和运营能力,为科技型中小企业适应国内外市场竞争创造更好的条件。^①

第三节 相关研究文献综述

一、企业融资理论研究

马克思主义经济学对融资理论的阐述以信用制度为基础,信用制度理论是马

^① 费淑静:《民营中小企业融资体系研究》,西北农林科技大学2004博士学位论文。

克思主义经济理论的重要组成部分。马克思在研究资本主义生产过程时,对资本主义信用制度进行了研究,通过对信用制度一般原理的分析,阐述了社会资本形成及其对经济发展的“第一推动”作用。按照马克思社会再生产理论,在现代商品生产条件下,无论从全社会还是个体考察,货币资本都表现为发动整个生产过程的“第一推动力”和“持续推动力”。在现代商品经济社会,货币资本“作为发达生产要素”成为社会发展的条件和发展一切生产力即物质生产力和精神生产力的驱动轮。

西方融资理论,从储蓄论、投资论到战后的资本形成论、金融发展论,为研究我国科技型中小企业融资模式创新提供了借鉴。

第一,储蓄论,即古典经济学的企业内部积累理论。古典经济学家认为企业内部储蓄是企业资金的唯一渠道,强调企业储蓄对资本形成和经济发展的积极作用。亚当·斯密关于资本积累增进国民财富的理论成为古典经济学的主流观点,他提出增加财富主要依靠资本积累,要靠分工,反复强调“节俭”是资本增加的直接原因,节俭可增加维持生产性劳动者的基金。

第二,凯恩斯主义的储蓄——投资理论。在投资论看来,投资能增加有效需求,在资源未得到充分利用的条件下,鼓励投资能充分利用闲置的资源,促进产出增长,从而增加收入和储蓄。凯恩斯认为,在经济未达到充分就业之前,供给有完全弹性,就业量则随有效需求同比例增加,有效需求货币数量增加。投资和储蓄主要通过国民收入的调整达到均衡。根据这一观点,投资可以不通过事先储蓄而自动增加。

第三,资本形成论。资本形成理论在20世纪五六十年代兴起的发展经济学中处于十分重要的地位。其理论核心在于说明了资本形成在一国经济发展中的重要作用。它认为制约发展中国家经济增长的主要阻碍在于资本的严重短缺。一国经济增长速度受到生产要素短缺的制约,而资本正是一些不发达国家最稀缺的资源。对发展中国家来讲,由于存在严重的资本制约,要摆脱资本短缺,必须注重提高资本形成能力。

第四,金融发展论。第二次世界大战后经济不断增长和发展,资本积累速度加快,金融资产数量增多,但传统的经济理论没有将货币和其他金融资产、银行和其他金融机构加以区分,与快速发展的经济不相适应。金融发展论的出现是第二次世界大战后西方融资理论新发展的结果,它强调发展中国家应放松金融管制,为经济发展提供资本供应。

在国外,对于高新技术企业的研究是从研究企业融资理论开始的。关于企业融资的理论已相当成熟。在对高新技术产业进行资金支持方面,西方国家无论在

实践还是理论研究中,都取得了相当的成就,在高新技术产业资金的来源和运用方面为我们提供了大量可借鉴的经验。已有的研究表明:外源融资对高新技术企业的发展具有极其重要的作用,资本市场的发展能有效促进科技创新及其产业化发展。以亚当·斯密为代表的古典经济学家都已认识到新产品与新工艺的采用是社会经济发展的主要源泉。奥地利经济学家熊彼特在《经济发展理论》中全面地提出了他的创新理论,肯定了创新活动与金融的相关性,^①他认为企业家不是资本家,企业家只有在借入购买力后才能实现创新。如果没有金融的支持,企业家的创新与发展是极其困难的。另外,企业如果创新失败,又会殃及金融,使借款者经营困难,而且可能导致信用膨胀。Ronald Gilson(1998)认为美国高新技术企业融资过程主要依赖于其风险资本市场的发展,它是高新技术企业直接融资的最好渠道。并在此基础上研究了风险资本市场的建立问题,指出美国风险资本市场的建立和发展具有历史特殊性。一个国家如果要想为企业提供良好的融资渠道,就必须建立自己的风险资本市场,并解决资本、特殊的金融中介及创业者三个核心问题。^②在委托—代理分析框架下,研究者发现企业家存在着逆向选择和道德风险,而观察企业家的质量信号、企业家对项目成功的自信度,可能是一种解决方法。Bergman & Hege(1998)建立的道德风险学习模型讨论了风险企业在不同投资阶段的企业家道德风险与学习过程。^③McMaughton(1998)认为,由于高新技术企业在融资过程中和投资者之间信息严重不对称,使得风险投资家不敢轻易涉足。对这种现象,Mason提出了两种解释,一是一些地区缺乏企业生长的环境;二是在一些地区存在着地区偏见、投资意识缺乏和对边远地区投资难以监控的不利因素。^④Coopesr(1999)分析了创业资本家的监督形式、监督程度及监督成本。^⑤Shcmith(2002)证明了可转换证券能减弱创业家与创业资本家之间的双重道德风险,监督机制可能是更为重要的制度安排^⑥。斯蒂格利茨、詹姆士·奎恩等考察了政府在

① 约瑟夫·熊彼特:《经济发展理论》,商务印书馆1990年版。

② Ronald J. Gilson and Benard S. Black. Venture capital and structure capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 1998(47).

③ Bergemann D., and Hege.. Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning. *Journal of Banking an Finance*, 1998(22):703-735.

④ 陈德棉、蔡莉:《风险投资:运行机制与管理》,经济科学出版社2003年版。

⑤ Compers and Lenrer. *The Venture Capital Cycle*. The MIT Press, 1999.

⑥ Schmidt, K. M.. *Convertible Securities and Venture Capital Finance*. Working Paper. Stanford University and University of Munich, 2002.

高新技术经济发展中的作用。斯蒂格利茨^①认为,知识是一种公共物品,市场配置公共物品的效率总是低的或失灵的。企业存在滥用知识产权制度的可能性,企业利用知识产权的垄断权图谋市场垄断权,阻止新的供应商自由进入市场,破坏公平、公开和公正的竞争原则。同时,创新收益分配失衡也是突出问题,这些都是高新技术经济市场失灵的表现形式。所以政府应当进行干预。詹姆士·奎恩证明,政府积极干预是高新技术经济发展的有效方式。政府可主动制定干预政策,如制度化的教育补贴政策、基础研究的激励政策、高新技术产业发展的政策、市场竞争政策、技术标准政策、金融税收政策,政府还可以创造高新技术产品市场。^②

在资本结构理论的研究上,Modigliani & Mille 提出了 MM 理论,认为企业资本结构的改变不会影响企业的价值和资本成本。^③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。后来对资本结构理论的研究文献,主要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之外,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本因素,Myer & Majluf(1984)^④的优序融资假说,Leland & Pyle(1977)^⑤的信号模型强调信息的差异,而只有 Jensen & Meckling(1976)^⑥现金流理论主要强调代理成本,Aghion & Bolton(1992)^⑦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 & Wurgler(2000)^⑧的机会窗口理论则强调市场低效率。概括起来,资本结构理论发展分为三个阶段:1958~1985 年的理论主要是权衡理论,解释如果

① 约瑟夫·E. 斯蒂格利茨:《作为全球公共物品的知识、知识经济的公共政策》,载于胡鞍钢编《知识与发展——21 世纪新追赶战略》,北京大学出版社 1999 年版。

② 詹姆士·奎恩等著:《创新爆炸——通过智力和软件实现增长战略》,吉林人民出版社 1999 年版。

③ Modigliani, Franco and Miller, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. American Economic Review, 1958(48).

④ Myers, Majluf. Corporate Financing and Investment Decision When firms Have Information That Investors Do Not Have. Financial Economics, 1984, 13(2).

⑤ Hayne E. Leland and David H. Pyle. Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. Journal of Finance, 1977(3):371-387.

⑥ 詹森、麦克林:“管理行为、代理成本和所有权结构”,载《财务经济学刊》1976 年第 4 期。

⑦ Jensen, Michael C. Agency cost of free - cash - flow, corporate finance, and takeovers. American Economic, 1986, (76):323-329.

⑧ Malcolm Baker, Jeffrey Wurgler. Market Timing and Capital Structure. The Journal of Finance, 2002(1).

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,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内生时公司资本结构决策问题;1991年至今,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。

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,就公司改革和治理进行了深入研究。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。李朝霞(2003年)运用资本结构理论从公司融资工具选择角度研究了公司融资行为及相关问题。^①围绕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20世纪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 & Avizatian, 2002年)。^②二是制度因素是决定公司资本结构的关键因素,如Porta(1997年)发现,平均而言,对投资者的法律保护与企业从外部得到的资金关系密切。^③

在企业融资理论中,一些学者研究了金融成长周期与企业融资的关系。张捷等(2003)就中美两国中小企业金融成长周期的融资结构进行了比较研究,检验了中国中小企业的融资结构大致符合金融成长周期理论,^④但目前仍没有系统的研究成果出现。20世纪70年代,Weston & Brigham(1978)^⑤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假说,周期分为六个阶段,各阶段及其融资来源的情况如表1-1所示。

表 1-1 企业生命周期阶段与融资途径

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	上述来源+留存利润、商业信贷、银行短期贷款及透支、租赁	存货过多,流动性危机
成长阶段 2	上述来源+来自金融机构的长期融资	金融缺口

① 李朝霞:“影响中国上市公司融资结构的主要因素分析”,载《数量经济技术经济研究》2003年第10期。

② Booth, L., V. Aivazian, A. Kunt-Demirguc. Capital Structure in Developing Countries. Journal of Finance, 2000, (56): 87-130.

③ Porta. Legal Determinants of External Finance. National Bureau of Economic Research, Working Paper, 2002, (5): 52-53.

④ 张捷:《转换期的中小企业金融研究》,经济科学出版社2003年版。

⑤ Weston, J. F., Brigham E. F. Managerial Finance, 3th ed 6th ed, Dryden Press, 1978.

续表

阶 段	融资来源	潜在问题
成长阶段 3	上述来源+证券发行市场	控制权分散
成熟期	上述全部来源	保守的投资回报
衰退期	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,1978。

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的影响。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被纳入解释变量中。Berger & Udell(1998 年)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。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,可用于抵押的资产增加,并且有了业务记录,信息透明度有所提高,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。随着来自公开市场可持续融资渠道的打通,来自金融中介的债务融资比重趋于下降,股权融资的比重上升,部分优秀企业逐渐成长为企业。^①

二、制度、制度创新与企业融资研究

(一) 马克思主义经济学关于制度与制度创新的理论

虽然马克思主义政治经济学没有明确使用制度及制度创新的概念,但是,现代制度经济学所研究的各种问题几乎都能在马克思主义经济理论中找到有关论述。制度在古典经济学中基本上被看作是已知的、不变的。而马克思则认为制度是可变的,在生产力和生产关系、经济基础和上层建筑对立统一的矛盾运动下,人类的经济制度、政治制度、法律制度等都处在不断的发展变化中。马克思主义政治经济学是从生产力与生产关系的辩证角度,来阐明制度及制度创新在经济发展中的作用,认为制度包括经济基础和上层建筑两个方面。

① Berger, A. N. and Udell, G. F. , The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. Journal of Banking and Finance, 1998,22, (6-8): 613-673.