

交大
经管

上海科技金融产品 与服务创新研究

Research on the Innovation
of Science and Technology Financial Products & Services in Shanghai

谈毅 著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

本书由国家自然科学基金和上海交通大学安泰经济与管理学院出版基金资助

上海科技金融产品与服务创新研究

谈 毅 著

上海交通大学出版社

内容提要

本书首先全面深入地分析了国内外推进科技型企业融资的动机、目标与成功经验,通过对国内外相关研究的梳理和总结,并结合宏观经济背景、产业竞争结构以及金融体系发展等特征分析,探究科技与金融之间良好互动的机制与关键因素。其次,研究了当前上海市科技金融产品和服务创新的现状、需求以及内外部环境,全面分析影响上海科技型企业融资的政策因素以及相关的配套措施,并以理论研究成果为指导,结合上海市企业创新中长期发展规划与总体思路来构建上海科技金融服务体系和发展战略,研究如何使政府的科技金融辅导政策工具“不错位”“不缺位”“不越位”,在保障市场机能正常运作的同时,提供适当的制度环境和基础设施以利于科技企业融资目标的实现。

图书在版编目(CIP)数据

上海科技金融产品和服务创新研究/谈毅著. —上海:上海交通大学出版社,2015
ISBN 978-7-313-14352-5

I. ①上… II. ①谈… III. ①高技术企业—企业融资—研究—上海市
IV. ①F279.244.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 311927 号

上海科技金融产品和服务创新研究

著 者:谈 毅

出版发行:上海交通大学出版社

邮政编码:200030

出 版 人:韩建民

印 制:常熟市梅李印刷有限公司

开 本:787mm×960mm 1/16

字 数:304 千字

版 次:2015 年 12 月第 1 版

书 号:ISBN 978-7-313-14352-5/F

定 价:49.00 元

地 址:上海市番禺路 951 号

电 话:021-64071208

经 销:全国新华书店

印 张:17.25

印 次:2015 年 12 月第 1 次印刷

版权所有 侵权必究

告读者:如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系

联系电话:0512-52661481

前 言

近年来,尽管上海科技型中小企业融资环境较以往有了改善,但仍存在许多困难。首先,占据金融体系 80% 的银行业,其人员配备和风险控制主要为大中型企业而配置,因此缺乏针对轻资产、少现金流、高风险特征的科技创业型企业的服务机制。其次,虽然风险投资基金近年来发展很快,政府的资金也有参与,但是股权类融资仍旧偏好相对成熟的科技型企业。2011 年底,上海市颁布实施了《关于推动科技金融服务创新,促进科技企业发展的实施意见》,上海科技型中小企业突破融资瓶颈,融资模式不断创新,不仅有数十家企业在中小板和创业板上市,而且出现了科技型中小企业履约保证保险贷款、“科技小巨人”信用贷款、“接力 1+1”贷款等新模式。交行、中行和浦发银行纷纷在上海张江高新技术产业开发区、上海紫竹国家高新技术产业开发区、上海杨浦国家创新型试点城区等区域内设立科技金融支行,切实推进商业银行创新金融服务模式和金融产品。这一系列的科技金融产品和服务创新的效果如何?是否缓解了科技型企业,尤其是科技小微企业的融资困境,这正是本书的研究目标,更是上海构建全国科技金融服务中心的需要。

我们针对企业、银行、券商、战略投资机构以及中介机构开展了多维度的访谈和问卷调查,研究当前上海市科技金融产品和服务创新的现状、需求以及内外部环境,全面分析影响上海科技型企业融资的政策因素以及相关的配套措施,并以理论研究成果为指导,结合上海市企业创新中长期发展规划与总体思路来构建上海科技金融服务体系和发展战略,研究如何使政府的科技金融辅导政策工具“不错位”、“不缺位”、“不越位”,在保障市场机能正常运作的同时,提供适当的制度环境和基础设施以利于科技企业融资的目标。

本书共分九章,八个部分,分别从科技金融模式的国内外比较、上海科技金融服务体系的架构与特征分析、上海科技信贷体系的运作与绩效、上海科技型企业股权融资体系的运作、上海科技相关金融产品与服务创新、上海场外交易市场的运行绩效、上海科技金融服务机构的发展等七个角度,全面深入地分析了国内外和上海

市推进科技型企业融资的动机、目标与成功经验,通过对国内外相关研究的梳理和总结,系统分析和评估上海科技金融产品和服务创新的现状、效应与影响,并结合宏观经济背景、产业竞争结构以及金融体系发展等特征分析、探究科技与金融之间良好互动的机制与关键因素。

在此基础上,提出完善上海科技金融服务体系的对策主张,即聚焦金融机构的利益取向,结合科技型企业的不同发展阶段、不同产业竞争环境和不同经营特征,采取差别化的培育、促进与支持策略,从而构造促进科技金融产品和服务创新的政策支持体系。

本书得到了国家自然科学基金的资助(项目批准号为 71573174)。

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 科技金融的概念界定	3
1.3 国内外相关研究概述	9
1.4 本书研究框架	12
第 2 章 科技金融体系的国内外比较	14
2.1 世界主要国家中小企业创新金融支持政策比较	14
2.2 我国各地科技金融模式比较	48
第 3 章 上海科技金融服务体系的架构与特征	66
3.1 上海市科技企业融资现状分析	66
3.2 上海科技金融服务体系建设的目标	81
3.3 上海科技金融服务体系架构与特征	83
第 4 章 上海市科技信贷体系的运作与绩效	94
4.1 上海中小企业信贷融资总体态势	94
4.2 上海中小企业信贷产品类别与特征	97
4.3 上海商业银行中小企业信贷业务模式	100
4.4 上海市商业银行科技融资产品与模式的创新	113
4.5 上海商业银行科技信贷业务发展面临的障碍	118
4.6 推动商业银行开展科技金融服务的建议——以浦发银行为例	120

第 5 章 上海市科技企业直接融资体系的运作与绩效	133
5.1 上海风险投资与私募股权资本业的发展、特征与环境	133
5.2 上海早期阶段风险投资的发展	137
5.3 上海政府背景风险投资基金的运作与绩效	141
5.4 上海外商股权投资的发展	155
5.5 上海天使投资的发展	158
第 6 章 上海市场外交易市场建设现状与问题研究	169
6.1 我国场外交易市场的发展背景	169
6.2 我国场外交易市场的制度特征	173
6.3 上海股权托管中心运作现状与问题分析	182
第 7 章 上海市科技相关金融产品与服务创新的研究	190
7.1 上海科技保险体系的建设与评价	190
7.2 知识产权质押贷款融资的风险及运行模式	193
7.3 面向中小企业的融资租赁业务模式	202
7.4 中小企业集合债发行模式探讨	209
第 8 章 上海市中小企业金融机构的研究	215
8.1 上海中小企业信用担保机构的发展与存在的问题	215
8.2 上海小额贷款公司的发展与存在问题	225
第 9 章 上海市完善科技金融服务体系的措施与建议	231
9.1 上海促进科技型中小企业融资的措施	231
9.2 上海成立政策性科技金融机构的建议	238
9.3 上海完善科技企业直接融资市场体系的建议	244
9.4 上海完善科技金融机构分类监管、分类扶持模式的建议	262
参考文献	264
索引	268

第 1 章

绪 论

1.1 研究背景与意义

改革开放后,中国逐步形成了一个约 13 万家企业构成的科技型中小企业群体,这一数量以及科技型中小企业金融服务需求的独特性,决定了发展一个相对独立的科技型中小企业金融支持体系的必要性和可行性。科技型中小企业是我国中小企业群体的中坚力量,也是实施自主创新战略的重要微观基础,同时也是各类金融支持政策关注的重点。

在我国,“科技金融”这个词汇最早见于 1993 年的《中华人民共和国科技进步法》。在以后提到时多与科技创新和产业发展有关,多将科技金融理解为为科技创新和产业化服务的金融,体现为产业主导而金融系统从属。尽管学界对科技金融有过讨论,但至今尚无统一定义。赵昌文(2009)认为,科技金融是促进科技开发、成果转化和高新技术产业发展的一系列金融工具、金融制度、金融政策与金融服务的系统性、创新性安排,是由向科学与技术创新活动提供融资过程中的行为活动共同组成的一个体系,是国家科技创新体系和金融体系的重要组成部分。在他的认识中,明确提出科技金融也是金融体系的重要组成部分,改变了科技金融的从属地位,对于推动科技金融发展有重要意义。房汉廷(2010)结合自己的研究认为,科技金融是金融工作的深化,通过科技资产载体实现社会财富向科技资产孵化,利用金融市场为科技财富载体提供融资,为高成长期的科技财富载体提供放大化的安排,使财富获得规模化效应。因此,在他看来科技金融不再是科技创新和产业化的从属与依附,而是主导科技创新和产业化的重要力量,为科技金融发展和深化奠定了理论上的基础。

2005 年,国务院颁发《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006—2020 年)》,并开始陆续制定和出台包括“金融支持”在内的十方面配套措施。国家科技

部联合相关政府部门,在原有基础上,形成了一套完整的科技型中小企业金融支持政策框架。

(1) 科技部自 2003 年以来先后与国家开发银行、中国农业发展银行、招商银行、光大银行等政策性银行和股份制商业银行签署了合作协议,在国家科技计划项目、重大科技专项、科技型中小企业、节能减排项目等方面提供融资支持和服务。

(2) 科技部与保监会联合推行科技保险业务;与证监会合作在相关科技园区开展未上市高新技术企业进入代办股份转让系统试点工作,推动多层次资本市场建设;再次启动国家高新区债券工作。

(3) 科技部还会同财政部、人民银行、银监局、税务总局等部门陆续制定出台了一系列科技金融政策,初步形成科技和金融政策体系。

(4) 科技部万钢部长在全国科技工作会议上提出将“促进科技与金融结合,运用多种投融资手段促进企业创新创业和成果转化”作为 2009 年应对金融危机的十大科技工作之一。

(5) 2010 年 12 月,科技部与“一行三会”联合发布《促进科技和金融结合试点实施方案》。

(6) 2011 年 2 月 24 日,科技部与“一行三会”又联合召开了促进科技和金融结合试点启动会议,加快推进试点工作。

(7) 2012 年 3 月,科技部公布了 16 个科技金融试点城市,要求试点地区紧密结合政策环境、资源体系和地方特色,在实践中摸索科技与金融结合的不同形式,总的方向是要深化财政经费改革,引入市场化的力量和科技信贷、科技担保、创投引导资金、科技保险、资本市场支持等不同手段为科技型企业融资,降低企业的融资门槛,拓宽企业融资渠道。

为了贯彻国家战略,各地方政府也积极为当地的科技企业提供或争取金融支持,积极培育区域性科技金融生态系统,概括起来,各地所采取的措施包括以下八类。

(1) 在原有基础上加速发展中小企业信用担保体系。自 1998 年试点以来,由中央、省、地、县四级政府共同推动中小企业信用担保体系建设的模式已经形成,并一直是我国中小企业金融支持体系建设的一个重点。“金融 30 条”再次明确:“鼓励地方人民政府通过资本注入、风险补偿等多种方式增加对信用担保公司的支持。”2008 年以来,各地中小企业信用担保体系建设加速发展。目前,一些省(市)的信用担保体系的资本存量已经超过 100 亿元。

(2) 建立三台一会(工作平台、融资平台、担保平台和科技型中小企业信用促进会),逐步建立和完善科技型中小企业投融资服务体系。

(3) 出台了股权出质、股权出质、知识产权质押等办法,拓宽中小企业融资市场的产权基础。其中,山东等地较早试点的非上市公司股权出质、股权出质等制度创新,发展前景十分广阔。

(4) 发展新型的中小企业服务金融机构。除了发展小额贷款公司等方式外,一些大银行的分支机构以当地中小企业为主要服务对象的专业化发展也开始出现。

(5) 以建立“创业投资引导基金”为切入点,促进创业投资等私募股权投资发展。

(6) 继续做好推动本地企业改制上市的工作。

(7) 积极提高金融服务效率,一些地方出现了为中小企业提供一站式金融服务的“金融服务联盟”、“融资超市”等。

(8) 在本地积极推广先进适用的金融技术。例如,深圳发展银行开发的“供应链金融”技术,对于解决中小企业贸易融资提供了很好的方案。在政府的积极推动下,苏州等地成立了“供应链金融研究中心”,以推动这项先进的金融技术在本地应用。

科技金融属于产业金融的范畴,主要是指科技产业与金融产业的融合。经济的发展依靠科技推动,而科技产业的发展需要金融的强力助推。科技型中小企业的地位重要,金融服务需求特殊,发展相对独立的科技型中小企业金融支持体系有必要性且可行。尽管国内外研究科技企业融资问题和金融支持体系的文献数量繁多,但现有研究所提出的对策大多只是考虑到了企业的融资需求、障碍和成因,没有考虑处于不同成长阶段、不同产业和不同空间环境下的科技企业的不同融资需要,导致政策缺乏针对性和科学性。应该说,充分把握上海科技型企业发展所需条件和现实环境是制定相关政策的前提,因此,本书研究的核心问题之一就是如何使上海科技金融体系建立和服务创新过程中“不缺位”、“不越位”和“不错位”,政府对企业的扶持,并不是给予企业什么特殊权力,而是针对企业的市场地位,提供与其市场地位相称的、保证其健康成长的政策,同时也防止那些限制市场公平竞争的企业行为的出现。

1.2 科技金融的概念界定

1.2.1 高新技术企业的成长周期与融资需求

一般来讲,一项高新技术产业化从科学技术研究角度划分为应用基础研究、关键技术研发、工业化实验及中试、商品化生产等四个阶段。也有人把它划分为技术酝酿和发明阶段、技术创新阶段、技术扩散阶段和工业化大生产阶段等四个阶段。

相应地,一个高新技术风险企业的成长过程可以划分为种子期、创建期、成长期、成熟期四个阶段(见图 1-1)。高新技术产业发展周期的多阶段性,决定了其投融资的金融价值的多样性。在进行高新技术产业的投融资时,由于高新技术产业各发展阶段的技术经济特性不同,相应各阶段投融资的金融特点不同,风险特征也不同,对投融资需求的方式和数量也不同,从而导致对金融工具多样性的需求。

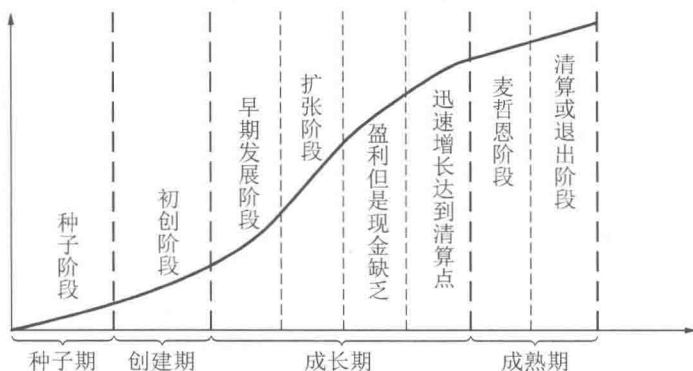


图 1-1 高科技企业发展的各个不同时期

这里,我们构建了一个“高新技术产业”成长模型(见图 1-2)。

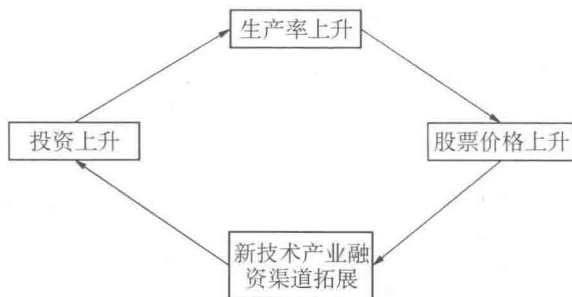


图 1-2 高新技术产业成长模型

从图 1-2 中,我们可以将高新技术产业发展概括成以下这个成功链:

金融体系认同产业发展→估价提高→资金易得→可获得新的技术和人力资源→技术、制造上的革新→产品新用途/开拓新市场→预测产业发展。

但除了成功链之外,还有一条失败链:

产业盈利模式导致投资者失望→培养起保守观点或企业融资困难→风险投资者筹资困难→竞争基础转向利润→影响企业取得资金的能力→减少了用于企业未

来发展的资金→导致技术创新风险性更高。

在这条成长链中,一个多层次的融资体系能否认同企业发展模式和盈利前景成了决定产业发展或衰退的主要因素。关于这一点,我们可以从最近几年互联网浪潮和网络技术型企业的兴衰得到启示,同样的情况也正发生在生物技术行业。因此,我们认为对于风险投资业而言,最关键的因素不在于是否有一个创业板市场,而是所投资产业的创新特点和发展模式是否能满足不同阶段投资者的回报要求。

在高新技术产业,新的技术进入市场时会有有一个准入的过程。一旦这种技术被认为是可行的,则原先怀疑、压制新技术的各种力量会土崩瓦解并转而支持新的技术标准,一大群创新型企业会在一夜之间涌现出来。这些企业倾向专注于某一特定领域,在产品创新上相互竞争,以设计出适合于不断演进的行业产品体系的产品模块。而每个产品模块都有很多企业在竞争。其中胜出的企业可能在市场上形成垄断地位,其他竞争厂商的选择只有退出这个主流市场或面临失败。但与此同时,一群新的创新型企业又诞生了,它们运用新技术,另辟蹊径,设计生产出新的产品模块。这样,新的产品体系在重新组合不同企业的产品模块的基础上又演化了出来。这种竞争与合作的混合体加强了整个工业结构,刺激了技术创新。虽然在此过程中,许多公司难逃破产的命运,但这会带动整个产业繁荣起来。

资金是高科技企业研发、中试、批量生产、开拓市场的保证,随着企业的不断成长,所需资金也越来越多。因此,在高科技企业成长过程中主要解决的是企业成长资金来源问题。由于高科技企业成长阶段的不同特点,决定了高科技企业资金来源的多样性和灵活性。高科技企业成长主要阶段资金来源的主要方式如图1-3所示,

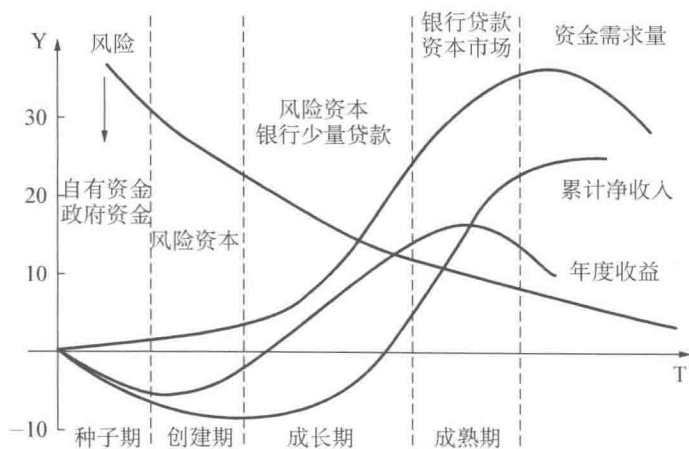


图 1-3 高新技术产业成长不同阶段的融资方式

由图看出,风险资本通过不同方式促进企业的成长壮大。风险资本对高科技企业成长中的作用表现为以下几点:第一,对要素资源的整合作用;第二,对创业企业的抚育作用;第三,对高技术产业发展的先导作用;第四,对资本市场的杠杆作用;第五,对经济发展方向的诱导作用。

经过 30 多年的高速发展,我国的金融资源有了巨大的增长。截至 2011 年末,我国银行业总资产规模达 113.28 万亿元,保险业总资产规模达 6.01 万亿元,信托总资产达到 4.8 万亿元,证券业资产规模 3.67 万亿元。但是,在一个金融资源如此丰富的经济体中,企业和政府的科技创新活动却难以获得金融资源的支持,大量极富潜质和成长性的科技型中小企业因无法获得资金而夭折;很多高新技术园区创新平台,如孵化器、创业服务中心等因无法获得持续的资金流入而沦为一般性服务机构;一些已经初具产业集群和创新集群特征的创新活跃经济体长期游离在国家金融体制之外;多数创业风险投资机构难以募集到必要的投资只能勉强维持;国家很多重要、重大科技成果因缺乏资金投入而不能转化为生产力。其主要原因有:

(1) 在现有资本市场体系中,缺乏与科技资产相匹配的资产估值系统。我国的金融资产估值系统建立在对过往时期现金流量和收益的确认上,对资产的增值潜力和空间无法进行估值,因而无论是科技型企业,还是可带来收益的知识产权,都无法转化为投资者的投资对象。

(2) 在现有金融系统中,缺乏对创业/创新金融的制度安排。在 20 世纪 40 年代之后,以美国为发端之后渐渐风行全球的风险投资活动,在一定程度上缓解了创业企业的融资难题。但这种以投资而不是以融资为核心的制度安排,过分依靠股权资本融资,使之在脱离美国本土市场之后的发展受到了很大限制,不能更为有效地调动更多的金融资本配置在创业企业上。

(3) 我国的创新投入过度依赖财政投入,对金融/资本市场工具缺乏制度性利用。通过自主创新建设创新型国家,已经成为我国的既定国策,国家财政也从多方面进行了大量持续的投入,而且这种投入力度和规模还将进一步加强、加大。但是,与庞大的科技创新资金需求相比,财政资金又显得捉襟见肘。如前所述,并不是国家财政投入科技领域的资金过少,而是缺乏一种有效的金融安排,不能调动更多的金融资本和社会资本参与国家的科技计划和重大科技专项活动。

1.2.2 科技金融的内涵

金融的内涵是保证体系中资金流通的顺畅,科技的内涵是科技型技术企业,是

对未来增值的预期,而背后最重要的推动力是通过政府打通这两边的环节。国际经验表明,科技企业在成长阶段中需要政府介入其融资过程。政府介入有助于解决以下几方面的问题:

(1) 市场失效。在中小型高科技企业的创新中,企业的投入产出不成比例,或者与大企业的投入产出相比,不成比例。市场失效对中小型高科技企业的发展和创新的很不利,政府的扶持有助于其生存和发展。

(2) 通过政府对初创期的中小型高科技企业进行扶持,能够形成更多竞争主体。这样,有利于市场经济的发展,有利于技术的发展。在市场经济国家,政府通常采取扶持中小企业的方式来创造更多竞争对手,打破垄断。

(3) 对于初创期的中小型高科技企业,因为产品和市场的未来具有高度的不确定性,其风险甚高,商业资金通常不愿进入。通过政府扶持,能够形成一些示范效应,吸引更多的来自于市场的资本。

例如,美国、以色列、英国等发达国家纷纷出台相关政策吸引、鼓励私有风险资本向高新技术产业的前端进行资本投入。在支持风险投资行业发展方面,政府的作用主要是设立“引导基金”,充分体现政府发展高新技术的决心,扩大高新技术企业研发投资所产生的溢出效益,以及对私人风险资本起到示范作用,使风险资本投入到政府优先发展而市场机制不能充分发挥作用的行业和领域。

通常来讲,政府给予企业融资的目标有两种:第一,让企业生存,解决就业问题,以提高企业资金周转效率为重点;第二,整个经济转型升级,要与融资后的资金用途联系起来。那什么是科技金融呢?科技金融发挥科技产业政策和财政资金的引导作用,带动金融资源参与科技计划项目和重要科技工作的实施,采取市场化的机制,鼓励多种形式的科技创新和金融创新的有机结合,形成多元化、多层次的科技投入格局,缓解科技型中小企业的融资瓶颈,促进企业技术创新和高新技术产业化。简单说来,是政府出面建立工作、融资、担保等平台,联合政策性银行如国开行或商业银行、保险公司,有侧重地扶植企业及项目,最重要的是要形成一种金融调动机制,把更多的资金吸引到创新活动和创新项目中来,通过金融制度安排,让所有创新活动的参与者(技术供给者、资金供给者和市场管理者)分担创新的成本,让所有创新活动的参与者分享创新的成果(见图1-4)。

如果“科技金融”的概念可以被简单定义为“为促进高新技术产业发展的金融支持”,那么“科技金融”的研究范围则应以高新技术企业的成长规律为考察视角,“科技金融市场”、“科技金融工具”及“科技金融机构”等问题因而能够得以重新界定。涉及的问题涵盖以下五个方面:

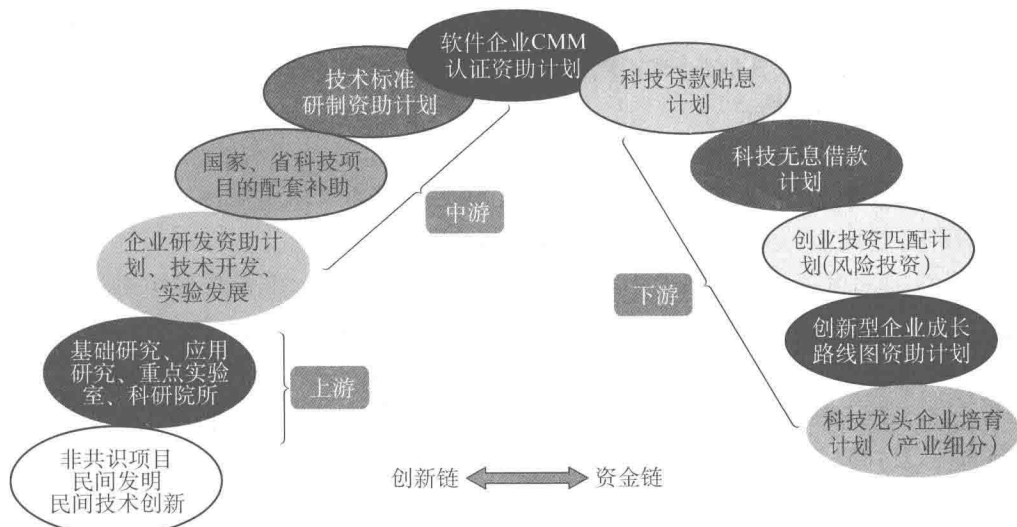


图 1-4 我国政府对创新产业链的支持

- (1) 政府资助。
- (2) 风险投资与天使投资。
- (3) 银行机构。
- (4) 资本市场。
- (5) 保险公司。

具体讲,我国的科技金融体系就是发挥科技产业政策和财政资金的引导作用,带动金融资源参与科技计划项目和重要科技工作的实施,采取市场化的机制,鼓励多种形式的科技创新和金融创新的有机结合,形成多元化、多层次的科技投入格局,缓解科技型中小企业的融资瓶颈,促进企业技术创新和高新技术产业化。

国家科技部是我国科技金融体系建设的牵头部门。自 2003 年以来先后与国家开发银行、中国农业发展银行、招商银行、光大银行等政策性银行和股份制商业银行签署了合作协议,在国家科技计划项目、重大科技专项、科技型中小企业、节能减排项目等方面提供融资支持和服务。科技部与保监会联合推行科技保险业务;与证监会合作在相关科技园区开展未上市高新技术企业进入代办股份转让系统试点工作,推动多层次资本市场建设;再次启动国家高新区债券工作。科技部还会同财政部、人民银行、银监局、税务总局等部门陆续制定出台了一系列科技金融政策,初步形成科技和金融政策体系(见图 1-5)。

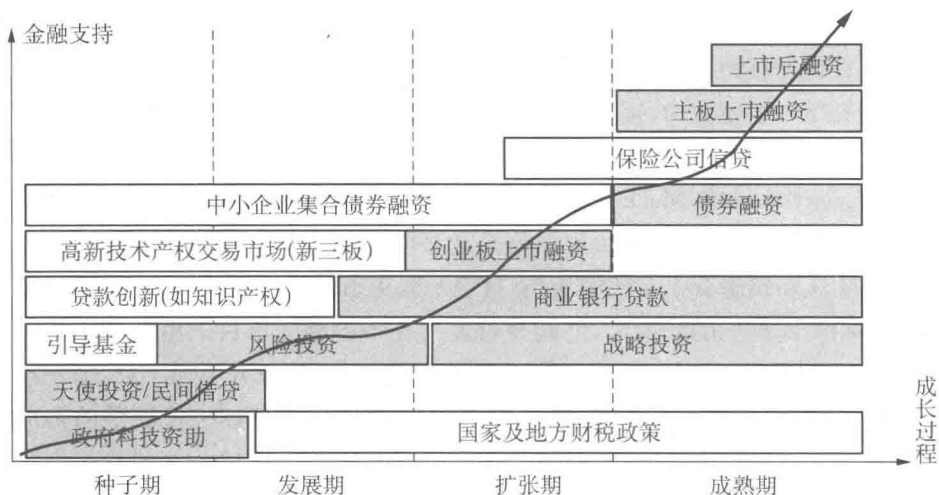


图 1-5 我国高新技术产业发展的金融支持体系

1.3 国内外相关研究概述

企业融资制度通常有两个主要目标：将资源配置到能够提供最大产出的地方（资源配置功能）和确保投资者的合理回报（治理功能）。在不同国家的经济系统中，由于历史文化传统和社会制度的差异，形成了两类不同的制度安排以协调融资过程中的冲突，降低交易协调成本。Kotaro Tsuru(2000)认为不同融资制度最大的区别是治理功能上的区别，这关系到融资者和客户之间的关系，并进而影响资源配置功能的发挥，这表现在：①缓解金融约束；②重新谈判；③风险分担；④信息汇总。

在传统的融资模式中，资源配置可能产生的谬误有两类：一是在银行与企业仅保持商业关系下，根据正式的破产程序，许多可能还有效益的项目被清算；二是关系型融资下银行对无效项目或更大范围的突发性危机的救助所引致的资源配置失误。显然，关系型融资有助于克服第一类谬误，这就迎合了企业，尤其是中小企业的融资需要，但第二类谬误产生的可能性增加了。这种可能性促使关系型融资的出资者努力在融资发生前获得有关融资项目的更多信息，在融资发生后也保持对融资使用的监督。然而，无论从理论上还是从统计上都不能证明关系型融资制度下的第二类资源配置谬误小于非关系型融资下的第一类谬误。

Colin Mayer(1988)认为，类似美、英那样的银企之间处于竞争状态，会损害它

们之间建立长期关系的能力,不利于资本的形成和风险的分担;而像日、德那样的关系型融资制度有助于建立银企之间的承诺,因而具有优势,并提供了减少道德风险的有效机制。他还认为,接管会破坏企业与投资者之间的承诺关系,而有一个主银行则会阻止接管,从而从事更有效的投资。

而 Dewatripont 和 Maskin(1995)认为,保持距离型的融资体制能成功地阻止差的投资项目,因为市场会较快地根据企业披露的报告作出反应;但同时,这一体制也不能确认和实施真正有效的功能,这也是因为市场反应太快。而日、德主银行体制更可能实施真正的好项目,但同时可能会在不盈利的项目上出现软预算约束的问题。长期关系的建立本来就会产生两种可能:一种是双方更加了解,另一种是正因为更了解,所以就存在依赖性,出现“锁住”效应。这正如一枚硬币的两面一样。只有加入其他制度安排,才可能有效地利用长期关系,促进中介机构控制的效率。Berglof 和 Von Thadden(1994)认为,不承诺长期监控的保持距离型融资制度可以有效地中止不盈利的项目,但由于在许多不同投资者之间协调成本高,使重新谈判机制更加困难。

中小型技术创新企业,由于缺乏可靠的信誉,明确的盈利前景,突出的历史记录以及受到资本市场的限制,它们很难从公开股权市场上募集到资金。其外部融资渠道通常仅限于私有股权市场和银行。但一方面,养老基金、共同基金和保险公司等机构投资者出于投资安全性、盈利性考虑,不愿成为这种企业长期性、战略性的直接投资者,而个人投资者往往由于资本限制无法在企业董事会中发挥作用,并且缺乏可靠的外部机制保障其利益,也不愿向企业直接投资;另一方面,由于融资的商业原则特别是对风险的规避,银行对效益好、信誉高的企业和不确定性小的融资项目会积极提供贷款,对于出现财政困难甚至危机的企业,则大多不会提供资金支持。其结果是,企业一旦陷入财务困难,即使有可能通过资金支持渡过难关,由于银行拒绝提供救助性融资,甚至逼债催款,企业也会走上破产清算的道路。因此,在英美传统融资体制下就产生了一个两难困境:一方面无法满足中小型企业的融资需要,制约了技术创新速度;另一方面缺乏有效的治理机制保障中小型企业投资者的利益。

对于中小型技术创新企业来说,由于迫切需要大规模、长期性的资金投入,外部融资成为主要的融资方式。然而由于在融资过程中的信息不对称和当事人的机会主义倾向,无论采用何种外部融资方式都存在两种利益冲突:

(1) 企业内部人与外部投资者的冲突;由于投资项目的信息在外部投资者和企业内部人之间的分布是不对称的。在缔约之前,内部人可能比外部投资者更了