



21世纪经济学专家专著系列

高新技术产业化融资战略 及其政策配置

——基于山西省数据的研究

◎ 郭淑娟 著



中国物资出版社

21 世纪经济学专家专著系列

高新技术产业化融资 战略及其政策配置

——基于山西省数据的研究

郭淑娟 著

中国物资出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

高新技术产业化融资战略及其政策配置: 基于山西省数据的研究/郭淑娟著.
—北京: 中国物资出版社, 2011. 6

(21 世纪经济学专家专著系列)

ISBN 978 - 7 - 5047 - 3848 - 6

I. ①高… II. ①郭… III. ①高技术产业—融资—经济战略—研究—山西省
②高技术产业—融资—金融政策—研究—山西省 IV. ①F279.244.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 080110 号

策划编辑 马 军

责任编辑 夏玉峰

责任印制 何崇杭

责任校对 孙会香 杨小静

出版发行 中国物资出版社

社 址 北京市丰台区南四环西路 188 号 5 区 20 楼

邮政编码 100070

电 话 010 - 52227568 (发行部)

010 - 52227588 转 307 (总编室)

010 - 68589540 (读者服务部)

010 - 52227588 转 305 (质检部)

网 址 <http://www.clph.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京京都六环印刷厂

书 号 ISBN 978 - 7 - 5047 - 3848 - 6/F · 1526

开 本 710mm×1000mm 1/16

版 次 2011 年 6 月第 1 版

印 张 11

印 次 2011 年 6 月第 1 次印刷

字 数 209 千字

定 价 19.80 元

版权所有 · 侵权必究 · 印装差错 · 负责调换

前 言

高新技术是经济发展的基础，高新技术产业化是一个国家或地区提高综合竞争力和经济实力的体现，是调整和优化产业结构、促进技术创新、扩大就业的生力军，在我国经济发展中占有十分重要的战略地位，对提升产业区域竞争力具有极其重要的意义。2010年10月国务院出台“加快培育和发展战略性新兴产业”的重大战略后，从中央部委到一个个具体的企业，都将聚焦的目光转向了可能决定未来中国经济走向的七大产业板块，包括节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等。战略性新兴产业将成为我国国民经济发展的支柱产业或主导产业。预计到2015年，我国战略性新兴产业增加值占GDP的比重力争达到8%；到2020年，战略性新兴产业增加值占GDP的比重力争达到15%。发展战略性新兴产业，既能支撑我国当前国民经济的发展，又能引领我国未来经济社会可持续发展的战略发展方向，是我国应对当前金融危机、着眼长远发展的重大战略决策。战略性新兴产业也是高新技术产业化未来发展的“制高点”。

然而，世界各国的发展经验表明，在风险和不对称信息方面，高新技术企业表现得比传统企业更加显著，其自身的特殊性决定了一般的融资方式解决不了其融资困境。融资难问题成为长期困扰高新技术企业发展的“瓶颈”，以至于被形象地喻为“哥德巴赫猜想”。更严峻的是，目前关于不发达地区高新技术企业融资的理论基础较为薄弱，面向山西省高新技术企业融资的研究成果尤为匮乏。

根据2008年《高新技术企业认定管理办法》，山西省高新技术企业数量由2007年的840家锐减为343家。山西省高新技术企业数量锐减的主要原因是自主创新能力低、缺乏专利，且已有专利不能顺利转化为现实生产力。据统计，我国专利技术转化为商品并形成规模效益的仅有10%~15%，远低于发达国家60%~80%的转化水平。缺少金融支持，没有资本的大量投入与积累，融资渠道不畅已成为制约山西省高新技术产业发展的一个严重“瓶颈”。

银行贷款、资本市场是目前中国企业获得资金支持的主要渠道，但是，这些渠道在山西省高新技术产业调剂资金余缺中都没有发挥其应有的作用。高新技术企业的技术创新成果便难以转化，无法形成新的经济增长点。因此，如何将科技与金融有效结合就成为高新技术产业发展的现实要求。

本书在相关理论基础方面开展深入研究，进一步寻求高新技术企业融资的理论依据，探讨融资理论与高新技术企业的适用性和融合性，挖掘高新技术企业融资方式的创新，并提出针对融资方式创新的政策性建议。这些研究成果可用于指导山西省及其他地区的金融创新实践，也必将推动具有地方特色的金融与财务理论的发展，促进山西区域经济发展。

本书有如下主要特色：

(1) 对企业融资理论进行了梳理。本研究通过整理大量文献，划分了融资理论的发展变迁阶段，这有助于我们加深对现代融资理论的理解，同时也有助于我们把握高新技术企业融资问题的发展方向。

(2) 对高新技术企业融资“瓶颈”问题进行了深入分析。本研究运用SWOT模型论证了高新技术企业融资“难”在何处？探究了融资“难”的成因，提出解决对策并加以论证。

(3) 立足于金融成长周期理论，展开对解决高新技术企业融资难问题的研究。分析论证了金融成长周期理论与高新技术企业融资的融合性与适用性。资本市场的层次性结构有利于满足不同风险程度、不同发展阶段的企业融资需求。高新技术企业要根据企业生命周期理论判断自身所处的生命周期阶段，分析投资者的偏好，充分利用多层次资本市场，寻找最适宜的多层次资本市场的对接路径。

(4) 提出高新技术企业融资的新途径和新工具。无论是从企业需求的角度还是金融创新的角度，知识产权融资和多层次区域资本市场都将成为高新技术企业非常重要的融资方式。知识产权融资是适宜高新技术企业特征的新的融资方式；一个渠道多样、功能完备、机制健全的多层次资本市场，能够很好地解决高新技术企业融资难的问题，促进了高新技术企业的产业化。

(5) 指出战略性新兴产业是高新技术产业化未来的发展方向。一方面，高新技术企业是发展战略性新兴产业的重要载体和中坚力量；另一方面，战略性新兴产业是高新技术产业化未来发展的“制高点”。只有加快培育和发展高新技术企业，加速高新技术产业化发展，才能把握战略性新兴产业发展的

规律，充分发挥企业创新主体作用，形成支撑国家解决未来社会发展的战略性新兴产业的主导力量，更好地促进经济发展方式的转变。反之，战略性新兴产业的发展能够促进高新技术企业、产业的规模化集聚，进而扩大区域经济发展的辐射区域。

(6) 案例分析具有较强的典型性。高新技术企业融资方式如何创新？现有的研究中关于不发达地区高新技术企业融资的理论基础较为薄弱，面向山西省高新技术企业融资的理论成果尤为匮乏。本研究基于山西省高新技术企业的数据库加以研究，对以后分析不发达地区高新技术企业融资问题具有较强的代表性。

通过本书，如果能够对高新技术企业融资难问题有所缓解，将是对我们极大的鼓励。当然，由于时间仓促，作者水平有限，可能存在纰漏甚至错误，希望读者批评指正，并提出宝贵意见。

本书在写作过程中，查阅了诸多相关著作，从前人的成果中汲取了丰富的营养，在此对主要文献的作者和译者一并致谢！并得到了太原理工大学的李刚老师、李浩然老师和常京萍老师的支持和帮助，也对他们表示衷心的感谢！还要感谢中国物资出版社马军先生和夏玉峰先生，谢谢他们的辛勤工作。

作 者

2011 年 4 月

目 录

1 高新技术企业融资的理论基础	(1)
1.1 资本结构理论研究述评	(1)
1.1.1 早期资本结构理论	(1)
1.1.2 现代资本结构理论	(2)
1.1.3 新资本结构理论	(5)
1.1.4 后资本结构理论	(8)
1.2 企业融资理论对高新技术企业融资的启示	(15)
1.3 金融成长周期理论与高新技术企业融资的融合性与适用性	(15)
1.3.1 金融成长周期理论与高新技术企业融资问题在理论上的融合性	(15)
1.3.2 金融成长周期理论与高新技术企业融资问题在实践中的适用性	(18)
2 高新技术企业的技术经济特征与主要融资方式	(20)
2.1 高新技术企业的界定及其技术经济特征	(20)
2.1.1 高新技术与山西省高新技术企业	(20)
2.1.2 高新技术企业的技术经济特征	(22)
2.1.3 本研究对高新技术企业技术经济特征的诠释	(24)
2.2 高新技术企业不同阶段的融资特点及融资方式	(29)
2.2.1 种子期	(29)
2.2.2 创建期	(30)
2.2.3 成长期	(31)
2.2.4 成熟期	(33)
3 山西省高新技术企业融资的 SWOT 分析	(34)
3.1 山西省高新技术企业发展概况	(34)
3.1.1 山西省高新技术企业数量与行业分布	(34)

3.1.2	山西省高新技术产业与中部其他省份、周边省份以及广东省的比较	(36)
3.1.3	小结	(51)
3.2	山西省高新技术企业融资现状调研	(52)
3.2.1	银行贷款	(53)
3.2.2	担保机构	(59)
3.2.3	政府提供资金	(59)
3.2.4	资本市场	(60)
3.3	山西省高新技术企业融资战略的 SWOT 分析	(69)
3.3.1	优势因素	(70)
3.3.2	劣势因素	(70)
3.3.3	机会因素	(71)
3.3.4	威胁因素	(72)
3.3.5	小结	(74)
4	高新技术企业融资方式的国际比较	(76)
4.1	国外高新技术企业的主要融资方式	(76)
4.1.1	美、英市场主导型融资机制	(76)
4.1.2	日、德银行主导型融资机制	(77)
4.1.3	韩国及东南亚政府主导型融资机制	(79)
4.2	发达国家高新技术企业融资对山西省的启示	(80)
5	山西省高新技术产业化融资方式创新	(81)
5.1	知识产权融资——山西省高新技术企业融资的新工具	(81)
5.1.1	知识产权质押融资	(83)
5.1.2	知识产权证券化融资	(116)
5.2	发展多层次区域资本市场——山西省高新技术企业融资的新途径	(128)
5.2.1	多层次区域资本市场的研究现状	(129)
5.2.2	国内外发达的多层次资本市场体系与高新技术企业融资分析	(134)
5.2.3	高新技术企业客观上需要一个多层次资本市场的支持	(137)
5.2.4	高新技术企业成长周期与多层次资本市场的匹配及互动	(139)
5.2.5	山西省多层次区域资本市场的结构设计	(141)
5.2.6	山西省高新技术企业通过多层次区域资本市场融资的措施	(142)

5.2.7 发展山西省多层次区域资本市场的重点策略	(143)
6 主要结论及政策配置	(150)
6.1 主要结论	(150)
6.1.1 关于山西省等欠发达地区高新技术企业融资“难”的成因探究 ...	(150)
6.1.2 关于山西省高新技术企业融资战略的分析	(151)
6.2 创新山西省高新技术企业融资方式的政策配置	(152)
6.2.1 高新技术产业化要明确自己未来的发展定位——战略性新兴产业	(153)
6.2.2 加强相关法律、法规建设	(154)
6.2.3 在政府引导下发展多层次区域资本市场	(154)
6.2.4 健全资本市场服务体系	(155)
6.2.5 完善中介机构的功能	(155)
6.2.6 提升高新技术企业自身的融资条件	(156)
参考文献	(157)
附录 参考的相关法律、法规、条例	(166)

1 高新技术企业融资的理论基础

1.1 资本结构理论研究述评

莫迪格利安尼和米勒 (Modigliani & Miller) 于 1958 年在《美国经济回顾》上合著发表的《资本结构、公司融资和投资理论》(*The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*) 一文标志着现代资本结构理论的形成, 也使资本结构理论成为了金融经济学和现代财务学的核心。半个世纪过去了, 越来越多的发展中国家加入国际资本市场, 不断引入现代融资工具, 企业所追求的已不仅仅是利润最大化而是资本市场价值的最大化, 企业为了达到资本市场价值最大化往往要寻求最佳的资本结构。同时随着管理理论、激励理论、产业组织理论、规制理论的发展, 围绕资本结构的各种观点层出不穷, 相关文献汗牛充栋。因此, 把握资本结构理论的发展脉络, 不仅有利于充实经济发展理论, 更是我们研究具体融资问题的前提条件。

纵观西方企业资本结构理论的演进历程, 大致可以划分为四个阶段: 早期资本结构理论阶段 (1958 年以前)、现代资本结构理论阶段 (1958 年至 20 世纪 70 年代)、新资本结构理论阶段 (20 世纪 70 年代至 80 年代中期)、后资本结构理论阶段 (20 世纪 80 年代中期至今)。

1.1.1 早期资本结构理论

早期资本结构理论包括净收益理论、净营业收益理论和传统折衷理论。

净收益理论 (Net Income Theory) 认为, 企业债务融资比例越大, 财务杠杆越高, 企业加权资本成本就越低, 企业价值就会越高。当企业融资全部由债务资金构成时, 企业价值最大。基于此, 净收益理论认为企业应该尽可能地使用债务融资手段, 以提高企业价值。

与净收益理论不同的是, 净营业收益理论 (Net Operating Income Theory) 假设负债的实际成本与权益的实际成本是相同的, 企业的总资本成本不受财务杠

杆和融资结构的影响，即融资优序与企业价值无关。所以在股权融资和债务融资之间不应当存在明显的倾向及偏好。

传统折衷理论(The Traditional Theory)的观点则居于净收益理论和净营业收益理论之间，认为随着债务融资比例的提高，财务杠杆的利用会导致财务风险的增加，从而引起债务资本成本与权益资本成本的提高。因此，企业确实存在一个可以使其市场价值达到最大的资本结构，而且，在此资本结构点上，股权融资与债务融资的边际成本应该相等。

可见，早期有关公司资本结构的研究仅限于债务成本与权益成本的简单比较，是对事实简单的、片面的陈述，并未采用经济学方法和技术进行系统分析，更没有一般化的理论与方法论研究成果问世。

1.1.2 现代资本结构理论

现代资本结构理论包括 MM 理论和权衡理论。

1. MM 理论

现代资本结构理论和公司财务企业融资行为研究的起点是莫迪格利安尼和米勒开创性论文《资本成本、公司融资与投资理论》的发表。论文中，莫迪格利安尼和米勒在假设资本市场没有摩擦等一系列严格的假设条件下，通过简单套利以及静态局部均衡的分析方法得出了著名的 MM 定理。MM 定理经历了三个阶段。

第一阶段，“无公司税模型”，也称资本机构无关论。莫迪格利安尼和米勒采用套利的方法证明，如果企业的投资政策和金融政策是相互独立的，在不考虑企业法人所得税和交易成本、完全竞争的资本市场中，任何企业的市场价值取决于按预期收益率进行资本化所得到的预期收益水平，而与该企业的资本结构无关。^[1]这表明任何公司的资本结构与公司价值和综合资本成本无关，公司负债并不会增加公司价值，公司的市场价值独立于其资本结构，并等于按其风险等级利率对预期收益资本化后的价值。“无公司税模型”有两个基本命题：

命题 1：若资本化利率与公司风险类别是一致的，则公司的价值取决于未来净经营收益的资本化程度。用公式表示：

$$V = \text{EBIT} / K$$

即不管公司有无负债，公司的价值等于预期息税前利润与报酬率的比值，此处的报酬率指适用于公司风险等级的报酬率。

命题 2：有负债公司的权益资本成本等于无负债公司的权益资本成本加上风险溢价，风险溢价的大小取决于公司负债的程度。

由此可见,“无公司税模型”认为公司价值和资本成本均不会受到公司资本结构的影响。

第二阶段,“有公司税模型”,也称资本结构有关论。在“无公司税模型”提出之时,莫迪格利安尼和米勒就已意识到企业债务融资的抵税效应对企业市场价值的影响。1963年,他们又发表《公司所得税与资本成本率的修正》一文,放宽了其初始模型的假设条件,提出了修正的MM理论,即“有公司税模型”。^[2]该理论认为,债务融资会因为利息具有抵税效应而增进企业的价值,所以企业可以采用债务融资,通过提高财务杠杆率的办法来降低资本成本率,增加公司总价值,对投资者来说也意味着更多的可分配经营收入。个人所得税的存在虽然会部分抵消所得税的节税利益,但负债的节税作用仍然存在。并认为公司价值与资本成本率可根据下列公式确定:

$$V_n = V_m + tB_n$$

其中, V_n 为有负债企业的价值; V_m 为无负债企业的价值; t 为企业所得税率; B_n 为企业债务。有公司税模型意味着:负债利息形成节税利益,增加企业的收益和价值,负债越多,企业价值越大,企业存在最优资本结构——100%的债务融资。或者可以理解为,在考虑所得税情况下,负债企业的权益资本成本率等于同一风险等级中某一无负债企业的权益资本成本率加上一定的风险报酬率。“有公司税模型”也存在两个命题:

命题1:无负债公司价值等于公司所得税后经营收益与公司权益资本成本的比值。而有负债公司价值等于同类风险的无负债公司价值加上税款节约额。

命题2:有负债公司的权益资本成本等于同类风险的无负债公司的权益资本成本加上风险溢价。风险溢价取决于公司资本结构与所得税率。

第三阶段,“米勒模型”。1976年,米勒在美国金融学会所做的一次报告中提出了一个把公司所得税和个人所得税都包括在内的模型来估计负债杠杆对企业价值的影响,即“米勒模型”。米勒模型的结果表明,MM公司税模型高估了企业负债的好处,因为个人所得税在某种程度上抵消了企业利息支付的节税利益,降低了负债企业的价值。不过,同公司税模型相似,米勒模型的结论是100%负债时企业市场价值达到最大。其基本公式为:

$$V_L = V_U + [1 - (1 - T_c)(1 - T_s) / (1 - T_d)] D$$

其中, V_L 为有负债公司的价值; V_U 为无负债公司的价值; T_c 为公司所得税率; T_s 为个人股票所得税率; T_d 为债券所得税率; D 为公司负债价值。

当 $T_c = T_s = T_d = 0$ 时, $V_L = V_U$;

当 $(1-T_c)(1-T_s) = (1-T_d)$ 时, $V_L = V_U$;

当 $T_s = T_d$ 时, $V_L = V_U + T_c/D$;

当 $T_s < T_d$ 时, $V_L < V_U + T_c/D$; 反之, 相反。

由此看出, 有负债公司的价值等于无负债公司的价值加上负债的节税收益, 但节税收益的多少取决于 T_c 、 T_s 、 T_d 值的大小^[3]。

MM 定理被认为是现代资本结构理论研究的开始, 但主要是从静态角度研究, 未考虑到外界经济环境与企业自身生产经营条件变化对资本结构的影响。事实上, 影响资本结构的诸多因素都是变量。譬如, 当整个社会经济由繁荣步入衰退时, 企业即应适当减少负债, 以减轻企业承受的风险。而且, MM 理论的基本假设过于严格, 且许多假设条件在现实生活中并不存在或无法实现。国内外很多学者对影响资本结构的因素及最优资本结构的构成做了大量的实证研究后发现, 相关变量的解释效果并不明显。也就是说, 实证检验的结果并不能给 MM 理论以有力的支持, 这是 MM 理论一个比较严重的缺陷。而且, MM 理论是在一定的假设条件下得出的结论, 有的缺乏可操作性, 有的与现实不符。

2. 权衡理论

修正的 MM 理论引入税收因素后, 证明在一定的条件下 MM 定理仍然成立, 但这样的分析显然导致一个令人不快的结果: 企业的最优资本结构几乎全部由债务组成。因此, 一些学者, 如斯蒂格利茨 (Stiglitz, 1973 (1981)^[4])、华纳 (Warner, 1977^[5]) 等尝试着引入破产成本、清偿成本、财务困境成本等概念来解释为何企业不采取 100% 负债的资本结构。他们的研究认为随着企业债务越来越大, 企业破产的可能性不断提高, 融资费用增加得越来越多, 企业的代理成本也越来越高, 因此最优融资结构取决于负债的免税收益与成本 (包括破产成本、财务困境成本、代理成本) 之间权衡的结果。这就是最早的企业资本结构权衡理论。但是华纳在对美国的 11 家宣告破产的铁路企业进行破产成本的实证研究时却发现, 与企业司债务的税收利益相比, 破产成本要小得多, 可见破产成本的作用远非人们所预计的那么大。因此, 权衡理论认为在考虑财务困境的情况下, 公司价值由三部分组成:

公司价值 = 完全权益融资的公司价值 + 利息节税收益的现值 -

财务困境成本的现值

该理论仍然将债务融资放在优先位置。但缺陷在于: 财务困境成本与代理成本的量化非常困难, 因此实务中难以应用。而且, 很难解释为什么现实中许多信用等级一流的高赢利性公司却保持着低财务杠杆率。不过其贡献在于第一次从理

论上明确了影响融资决策的两个新因素。

权衡理论在 20 世纪 90 年代后得到了进一步发展。史密斯和瓦特 (Smith & Watts, 1992)、马森 (Mackie-Mason, 1990) 证明了税率与债务发行额之间的正相关关系。桑德和梅耶斯 (Sunder & C. Myers, 1999)、格拉汉姆和哈雷 (Graham & Harvey, 2001) 验证了静态权衡理论的正确性, 并得出企业向最优资本结构调整的结论。格林和哈利弗德 (Green & Hollifield, 2003) 计算了财务危机成本, 认为最优债务水平应接近 60%。^[6] 权衡理论如图 1-1 所示。

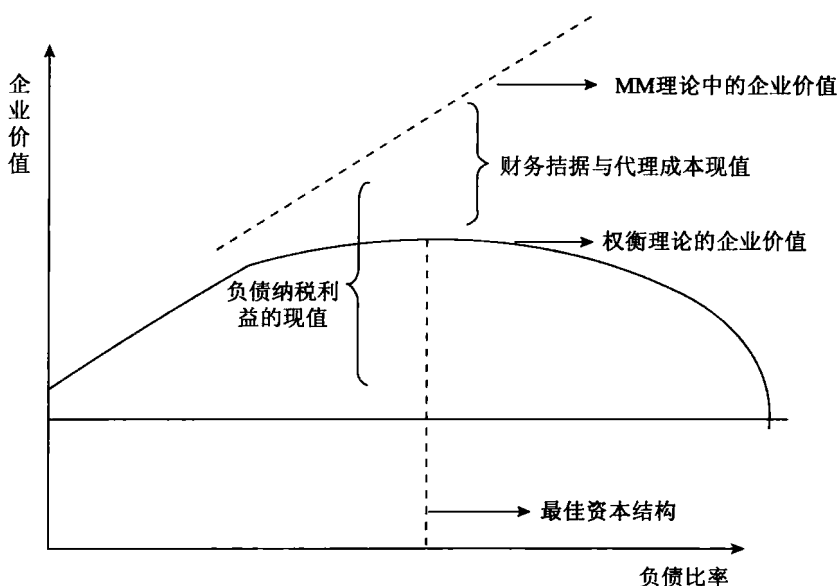


图 1-1 权衡理论

1.1.3 新资本结构理论

资本市场并非完美。20 世纪 70 年代至 80 年代中期, 金融经济学者提出了一系列基于资本市场不完美的新模型 (Harris & Raviv, 1991), 这一时期被称为公司财务学术成果的黄金时代。资本结构理论的研究取得了新的突破, 其显著特征是认识到了“不对称信息”在资本结构决定中的主导作用。一些研究者引入大量的经济学中最新的分析方法, 改变过去只重视“税收”、“破产”等外部因素对企业最佳资本结构的影响, 将“激励”、“信息”、“动机”等内部因素作为研究资本结构的重要因素, 出现了很多新的资本结构理论, 称为“新资本结构理论”。

这里仅列举一些主要的及与本研究关联性较强的理论。

1. 激励理论

与MM理论和权衡理论不同的是,激励理论摒弃了企业预期收益外生于资本结构选择的假定,认为企业预期收益内生于资本结构的选择。代表人物是詹森和麦克林(Jensen & Meckling, 1976)。激励理论的主要观点是,企业经理人员与股东之间的目标函数是不一致的,股东只关心企业价值最大化,而经理人员更关心其控制企业日常经营活动而带来的私人利益(如在职消费等),便产生了股权和债权代理成本。^[7]不同的融资契约与不同的代理成本相关,融资结构的选择是为了使代理成本最小化。因此,对企业资本结构选择影响最大的因素不再是税收等外生变量,信息不对称所产生的代理成本等内生变量已成为影响企业资本结构选择的最主要因素。

2. 不对称信息理论

斯宾塞(Spence, 1974)^[8]在《劳动市场信号传递》一文中提出了信号模型,并将其发展成为一般均衡模型。这一经济理论的进步使得利用信息不对称理论在资本结构的研究中建模成为可能。罗斯(Ross, 1977)^[9]率先将信息不对称问题引入了资本结构的研究中。罗斯认为莫迪格利安尼和米勒的研究假设(信息是完全的)过于苛刻,与实际不符。比如对于企业的收入流信息,可能只有企业管理者掌握其真实分布,外部投资者只能通过企业公布的财务数据或其他表面信息来估计企业的收入状况。这样,企业管理者就可以通过选择资本结构来改变外部对企业收入流的评价,进而影响企业价值的评价。

利兰德和派尔(Leland & Toft, 1977)^[10]进一步探讨了资本结构的信息传递问题。他们认为,企业提高其杠杆率会使经营管理者的股权在企业总股权中所占的比率上升。原因是管理者与投资者之间在企业投资项目收益上存在信息不对称,以及股权资产属于风险资产,而且管理者是风险回避的。因此,企业提高其杠杆率会使经营管理者的股权在企业总股权中所占的比率上升,但是持股比例的上升将使经营管理者的期望效用降低。与拥有劣质项目的管理者相比,持股比例的上升对拥有高质量项目管理者的影响较小。所以拥有高质量项目的管理者可通过提高杠杆率的方式向外部投资者传递其投资项目是优良项目的信号。

不对称信息理论的贡献在于,把信息经济学原理引入融资决策分析,使资本结构理论更加丰富,也为实证研究提供了方法。不对称信息理论不是简单地因袭现代资本结构的理论套路,而是突破现代资本结构理论历来只注重税收、破产等“外部因素”对企业最优资本结构的影响,力图通过信息不对称理论中的“信

号”、“契约”、“动机”和“激励”等概念，从企业的“内部因素”方面来研究资本结构问题。因此，不对称信息理论的出现使得新资本结构理论将现代资本结构理论的权衡难题成功地转化为结构或制度设计问题，从而给资本结构理论研究开辟了新的研究方向，极大地丰富了资本结构理论的内容。

3. 优序关系理论

梅耶斯和梅吉拉夫（1984）^[11]则基于信息不对称问题研究了公司为新的项目融资时的财务决策。这些学者提出的不对称信息理论是企业融资结构理论的一大飞跃。该理论认为外部融资成本除了我们通常考虑的成本之外，还要考虑新发行证券被低估的成本，这样的话，企业在进行融资决策时，会首先考虑内部资金，债务融资也会优于股权融资，只有这样，企业才能避免不必要的新发行证券被低估的成本。在此基础上，他们得出所谓的“优序关系”理论。

Myers（1998）^[12]是这样概括优序关系理论的：①红利政策是“粘性”的；②相对于外部融资而言，公司偏好内部融资，但是如果需要为净现值为正的真实投资融资，公司也会寻求外部融资；③如果确实需要外部融资，他们会先选择债务融资，其后才会考虑股权融资；④当公司寻求更多的外部融资时，他们会按照偏好的次序进行，从低风险债券到高风险债券，可能还包括可换股债券和其他准股票（Quasi-Equity）证券，最后才是股票。

国内学者张纪康（2004）也认为，企业的最优融资决策是动态的，应该根据企业具体情况来作出判断与决策。通常情况下，企业的融资存在优序关系：内部融资优先于外部融资，外部融资下债务融资优先于股权融资。对于高科技、新经济等中小规模创新企业而言，外源风险融资优于内部融资；然后按以上顺序从内源到外源；从债务融资到股权融资；从分散性多元投资到借以退出的吸收战略投资。

依据优序关系理论，企业的融资选择遵循的是一种优序原则，现实中的企业资本结构是企业内源资金与投资需求之间差额的累积结果，并不存在目标资本结构。

4. 金融成长周期理论

早期的金融成长周期理论主要是根据企业的规模、资本结构、销售额和利润等显性特征来说明企业在不同发展阶段的融资方式选择，而较少考虑信息等隐性因素。20世纪70年代，韦斯顿和布里格姆（Weston & Brigham, 1970, 1978）把企业的生命周期与企业融资结构结合，将企业的资本结构、销售额和利润等作为影响企业融资结构的主要因素，根据企业不同成长阶段融资来源的变化提出了企业金融成长周期（Financial Growth Cycle）理论，该理论将企业金融成长周期

划分为六个阶段：创立期、成长阶段Ⅰ、成长阶段Ⅱ、成长阶段Ⅲ、成熟期、衰退期。^[13]企业金融成长周期理论认为，伴随着企业金融成长周期而发生的信息约束条件、企业规模和资金需求的变化，是影响企业融资结构变化的基本因素。^[14]

在后期的研究中，信息问题作为解释中小企业资金来源变化的一个重要因素被纳入基本变量之中。由美国经济学家伯杰和尤德尔（Berger & Udell, 1998^[15]）修正后的企业金融成长周期理论中，把信息约束、企业规模和资金需求量等作为影响企业融资结构的基本因素来构建企业的融资模型。一般的，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，因而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，并且有了初步的业务记录，信息透明度有所提高，于是企业开始较多地依赖来自于金融中介的债务融资；在进入稳定增长的成熟阶段以后，企业的业务记录和财务管理趋于完备，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，来自金融中介债务融资的比重趋于下降。股权融资的比重上升，部分优秀的创业企业逐渐成长为大企业。

金融成长周期理论表明，在企业成长的不同阶段，随着信息、资产规模等约束条件的变化，企业的融资渠道和融资结构将随之发生变化。其基本变化规律是，越是处于早期成长阶段的企业，外部融资的约束越紧，渠道也越狭窄；越是处于生命后阶段的企业，外部融资的约束越小，渠道也越宽。

1.1.4 后资本结构理论

新资本结构理论在经过 20 世纪 80 年代初的快速发展之后，到了 80 年代中后期却呈现出颓势。正如哈里斯和拉维夫后来所指出的：“信息不对称方法已经达到收益递减的转折点。”一些研究者质疑新资本结构理论受到了信息不对称理论的束缚，开始寻找一种新的理论核心，使其既可以突破信息不对称理论的禁锢，又能够兼容包含各种学派，使资本结构理论得以继续传承。在这一学术背景下，后资本结构理论应运而生。后资本结构理论主要有三大流派：资本结构管理控制权理论、资本结构产业组织理论和融资时机假说理论。

1. 资本结构管理控制权理论

控制权理论就是以公司控制权的最优配置为研究目的，以融资契约的不完全性为研究起点，分析资本结构如何通过影响公司控制权的安排来影响公司价值。