

从无形资产和企业家融资 看企业发展史和发展预期的作用

Stewart Thornhill, Guy Gellatly 著, 姚芳斌 译

原载: International Entrepreneurship and Management Journal 1, 135-148, 2005

摘要: 本文研究中小企业如何对无形资产进行投资。我们运用控制了一系列行业层次和企业层次变量的多元框架, 去检验投资型融资模式与中小企业过去发展历史和未来发展预期是否有关。我们的分析基于对加拿大 2960 家公司按比例加权、分层后的调查数据。研究结果表明: 中小企业的成长史与无形资产的投资成正相关。这一发现在债务融资投资和股权融资投资的企业都得到了验证。

关键词: 公司成长; 资本结构; 无形资产

简介

年轻的成长型公司怎样获得成长资金? 资本基础观点的核心原则是: 公司的竞争优势依赖于公司开发和部署有价值的、稀有的、非替代的资本和资源的能力。具有 VRIO 模型特点的无形资产——如品牌标志、基于研究与开发的知识产权, 对成长型企业的扩张是十分关键的, 通过对这种无形资产的观察可以支持本文的观点。然而, 无形性资产的特点使得无形资产投资对传统的债务融资资金供应商缺乏吸引力。

几位学者指出融资决策与公司战略密切相关。如果像现在这样, 无形资产投资的意愿和无形资产投资资金相脱节, 那该怎么办呢? 中小企业的无形资产投资完全通过股权注入和自筹资金进行吗? 我们用 2960 家加拿大企业独特的调查数据来说明这个问题。控制企业和行业的因素后, 我们可以匹配资金的来源和使用情况。我们首先要做的就是审查不同来源的资金是怎样部署到公司层去的。通过企业的成长记录和未来预期记录, 我们去评估这些因素对企业使用不同来源的资金进行扩张的影响程度。做完这些, 我们就可以进一步理解资本结构融资理论和企业战略管理现状之间的关系了。

小企业——特别是技术型企业, 在试图获取资金进行发展时, 常因为债券市场和股权市场的不完善而受到限制。对于怎样分配稀缺的资金去支持不同的投资目标这个问题, 企业必须做出艰难的择定。我们的分析将探讨中小企业的成长特征如何影响投资融资的形式, 特别是在无形资产投资方面的融资。我们开始就认为: 无形资产投资是扩张战略的关键因素, 成长历史和成长预期的差异则可能引起投资目标和投资融资的不同。

有几方面的因素激励我们开展这项研究:

第一, 小公司对经济持续发展的重要性。“企业家研究”的核心观点是: 新生公司和新兴商业模式是经济改革必不可少的。正如 Van de Ven 所观察到的那样, “创新以及企业家对经济和社会发展所起的作用是被大家广泛认可的”。Schumpeter 强调: “创新在企业和社会发展中起重要作用。”对于这个观点, 很少有人持不同意见。

第二, 中小企业融资理论的局限性。小企业和大企业的区别除了存在于企业的规模方面, 还存在与其他很多方面。适用于大型上市公司的资本结构模型是不适用于小型私人企业的。二者之间的一个重要的区别, 就在于融资方式和投资决策的不可分离性。在小公司, 投资机会和资金所得在决策过程中是混合起作用的。

一般情况下, 另一个融资理论——特别是小公司的融资理论的不足之处, 就是公司层面和行业层面决定因素的相互作用。战略管理专家很早就认识到行业具体问题的重要性, 这在当前的资本结构和融资管理理论中还是一项很大的空白。Barton 和 Gordon 认真地审查了公司战略和资本结构的关系; McConnell 和 Petit 则试图将融资理论应用到小公司中去。Li

和 Simerly 研究了不同竞争环境下财务杠杆和专利权的关系。然而，小公司的战略和融资之间的关系问题还没有得到研究。随着高技术公司的不断出现，虽然它们资本规模很小，但是升级潜力却很大，这正是可以研究的问题。我们的构思和假设将在下面一节展现，紧接着是数据和度量的结果，最后是对结论的讨论。

一、构思框架

（一）融资理论与中小企业

Modigliani 和 Miller 及他们的继承者创立的传统资本结构理论认为：债务融资和股权融资的最佳组合，最大限度地提高了公司的价值，同时减少了融资的整体成本。由于保税区对利润的保护作用，尽管公司资本机构中破产风险作为债务的非线性函数在增加，但是杠杆作用对公司常常是有利的。在这种融资管理模式下，如果从资本预算和资源分配两个方面进行分析的话，资本结构就变成了完全不同的问题。对于大型上市公司，做出开展特定研究发展计划的决定和做出增发股票还是承担额外债务的决定，二者是截然不同的。如果市场是有效的，资本市场应该向有正经济净现值的企业提供有价格竞争性的贷款。

但对于小企业而言，规则是显然不同的。投资决策往往对如何去获得额外资本起决定作用，投资的类型也会影响获得资本的类型。一个新兴的研究机构已经开始强调企业规模和资本结构之间的关系。小企业不再被当作大公司的缩印版。Uzzi 和 Gillespie 认为：社会资本以及企业家与企业的不可分离性，使为中小企业融资和为大企业融资成为两个非常不同的问题。Uzzi 证实：社会嵌入性可以影响到到底是哪个企业获得资本及其获得资本的成本大小。

Van der Wijst 在他的评论中指出：小公司的债务比大公司债务要少，尽管也有例外。除了要面临大企业面临的影响和制约因素以外，小企业因其新颖和极低的负债，还可能面临低的税率和高的破产风险。资金提供者对于在小型公司进行的计划投资更有兴趣，这与投资者和经营者存在截然区别的大规模资本市场不同。资金来源与资金预算之间的联系是小公司所独具的，这些小公司缺乏大公司的那种标准融资体系。这种联系正是目前研究的兴趣所在。忽略了资金来源和资本使用之间关系的资本结构模型，不能反映小型公司融资决策的影响力。我们提倡资金来源和资金使用的直接相关性。尤其是，我们侧重于研究那些无形资产融资方面研究不足的领域。

（二）无形资产和公司成长

新产品的开发使企业产生正的现金流并增加市场份额、增加合理性和改善生存机制。新技术的开发对企业开发市场和抵御未知市场变化是至关重要的。市场营销和培训是企业的核心业务能力，它直接支持中小企业的创新战略。培训和其他人力资源战略则是以发展为导向的创新战略的基础。

资本结构决策在支持无形资产投资上的作用并不明显。传统观点认为：这种预算项目应该通过股权融资进行支持，因为贷方对没有保障的企业是不感兴趣的。因此，不论过去是何种增长模式，当前中小企业模式可能更容易匹配股权融资与无形资产投资。另外，公司进行无形资产投资时更愿意依靠内部股权融资，因为债务融资往往带有附加条件。反传统的观点来自“啄序理论”。债务融资更具吸引力，因其不会稀释企业家的股权利益；同时标准融资理论认为：它的杠杆效应对公司整体权益而言都是有好处的。因此，尽管贷方不愿意支持无形资产方面的投资，企业家则完全可以运用债务融资达到他们的目的。

Bankers 认为投资于无形资产是高风险的，因此，以无形资产投资为目的的债务融资的供给可能会遭受严厉的限制。可是，由于债务融资的低成本、税收保护、以及不会稀释股权，比起内部股权融资来，企业家更偏好于债务融资。供给和需求之间的紧张关系——比如信息不对称，就会因为市场的不完善而恶化。在“借款研究”的常规假设中，对杠杆作用向往被反映了出来，特别是对企业信用额度进行控制以后，没有债务的企业被假定会去寻找信贷，但最终被拒绝。

（三）成长历史

企业的成长史是一系列进程和各种影响的综合体，包含了战略管理决策以外的其他因

素，其中包括生产因素、竞争对手的作用、资金保管者和经济形势等。一个企业的成长记录有很多作用。首先，它可能对利益相关者发出一个信号：一个可行的商业模式已经成熟，不管是在资源、人力还是其他方面，你们赶紧抓住机会。第二，它可以给公司提供经营性现金流量，便于今后发展。（但这一点有不确定性，因为发展会拉紧公司的现金流）。第三，发展改变了公司的规模，进而增强了公司获得资金的能力。

更大的规模、更长的历史以及对收入和现金流的记录，都能降低可观测到的破产风险，并增强公司借款能力。另一方面，公司的快速发展往往需要运作资本的过快增加，从而增强了公司借款能力，因此减少了更多的杠杆效应。我们认为，一个公司的成长历史必然伴随不断增加的债务使用，就像融资对于无形资产投资那样。原假设或被择假设是：由于这种投资不安全的特点，成长历史对企业的融资模式有着很少、甚至几乎没有什么影响。成长史对债务融资和无形资产投资之间的关系不起作用的观点，体现了更多的传统智慧。企业家的债务需求超过资本供给的情况始终存在。

假设一：公司的成长史与无形资产投资债务融资正相关

（四）成长预期

企业家对未来发展状况的期望，往往会影响他对投资的选择，以及对金融模型的偏好。那些公司期望持续发展的企业家，更愿意在无形资产方面进行投资，以支持他们的目标。

Chaganti, DeCarolis 和 Deeds 认为：那些富有冒险精神和乐观主义的企业家会选择股权融资。这些自信的企业家，通过他们的行动并通过股权投资发出的信号，的确减少了获得贷款的难度，甚至是减少了获得那些为了进行无形资产投资的贷款。在这个背景下，社会的纽带作用变得更为重要。Uzzi 发现企业和银行的良好关系使得企业更容易获得资本。在“啄序框架”下（债务融资好于外部股权融资），具有扩张雄心的企业往往运用债务融资达到目的。

正如我们考虑的企业成长情况的案例所示的那样，文献中也有竞争假设下的情况。在一种情况下，乐观的企业家凭借个人关系、说服能力以及其他有效的方式，可以获得用于无形资产投资的稀缺贷款资金；在另一种情况下，投资的内在风险使企业家别无选择，只能通过股权融资，而未来的预期评估则被忽略了。我们用非传统的观点作为我们的主要假设，用传统的借款政策（发展预期对贷款获得作用很小）作为替代假设。

假设二：对未来发展的积极预期与无形资产投资的债务融资正相关

（五）企业和行业的影响

行业水平和公司的具体情况在资本结构和无形资产投资融资模式中也得以考虑，因为这些因素为外部债权人提供了明确的信息。Berger 和 Udell 指出，小型公司的外部融资受三个信息不透明因素影响，即：高核查费用、逆向选择和道德风险。在企业竞争的行业层面，应该有一个主轴贯穿融资过程。在公司层面，具有正常的物量投入和标准的设备，即具有安全的抵押资产，将更容易获得银行融资。高质量的应收款、存货、非正式资本资产等因素都被商业借贷者看好。很大程度上这些特征是由公司竞争的行业决定的。商品生产领域的公司一般有更多的相关资产，而服务行业则只有很少的固定资产和商品存货对于制造业而言，那些生产过程具有高技术含量的企业，也很难吸引债权人的兴趣，因为，债权人有一套标准的、以抵押为基础的信用打分系统。

一旦公司成立，行业特征就变成了外生变量。知识密集型行业的企业，由于不能重塑自己，所以很难改变自身经营状况。我们因此把行业情况和市场情况看得很重要。但这些并不是本文研究的重点。我们认识到公司规模的重要性，并在实验分析中进行控制。我们研究的重点是企业过去成长与未来预期对资本结构和资本预算之间关系的影响。

下面，在控制了一系列行业和企业层面的变量后，我们将研究中小企业的成长特征会不会告诉我们无形资产投资的可能性，以及用于支持无形资产投资的资金融资模式。我们现在就来讨论下面数据的属性。

二、数据和度量

我们的分析基于 SOFP1996 年收集的数据。1983-1986 年之间的 2960 家公司的随机分层抽样数据被应用到这次调查中来。这次调查的回答率是 80%。

(一) 无形资产和企业融资

检验两种最基本的融资方式：股权融资（未分配利润和股权）和债务融资（短期有抵押和无抵押、担保和无担保的长期贸易信贷，信贷额度，合同融资）。虽然我们主要关注债务融资和无形资产之间的关系，但是我们每增加一个假设，对股权融资的分析得出的融资来源与资金使用之间关系就越综合。

无形资产包括研发、技术引进/许可、市场开发和培训。我们的资产融资分析是基于问题调查，其中受访者完成了不同坐标轴的资金使用及来源的回答。对于给定的来源/使用组合，我们有双重的数据去表明融资和资金使用之间是否匹配。54%的企业回答会进行无形资产投资，12%的企业投资融资只能通过债务融资，23%的企业只通过股权融资，9%的企业同时运用债务融资和股权融资。这是第一次运用大规模的数据对融资来源和使用进行匹配研究。

(二) 变量控制

公司规模控制是基于 1996 年的就业水平，分三类（少于 10 名员工的，10 至 24 名员工的，25 名以上员工的）用于我们的分析。SOFP 的样本是按照《标准工业分类手册》进行分层的。我们用产品服务的二分法控制生产过程之间的差异。样本设计引入行业级的“知识密集指数”，把生产过程具有高知识含量的企业与那些低知识密集型企业分开。关于商品行业这方面的知识指数的划分是根据五个不同的标准进行的：（1）多要素生产率得分；（2）行业内具有大专以上学历的工人所占比例；（3）销售收入用于研发的比例；（4）运用先进技术的工人比例和（5）创新指数。对于服务行业的划分，有三个标准：（1）每小时工作的生产 GDP；（2）具有大专以上学历的工人比例和（3）行业平均工资。用这些主要成分去给行业打分，按照高于或低于样本的中位数，分为高知识密度企业和低知识密度企业。

受访者被要求最好根据自己产品的情况描述市场周期的各个时期：产生期、成长期、成熟期和后成熟期。我们把市场区分为两个市场：新兴市场和成熟市场。

访者被要求确定竞争者的数量。回答按照数量范围被编成分类变量（没有竞争对手，竞争对手为 1-4，竞争对手为 5-19，竞争对手为 20-99 以及竞争对手为 100 多）。如果公司的竞争对手个数的回答多于 20，就被认为具有高度竞争力。

表 1 相关系数矩阵

	1	2	3	4	5	6	7	8
1. 小型公司	1.00							
2. 大型公司	0.29	1.00						
3. 不动产	0.16	-0.07	1.00					
4. 高知识含量	-0.21	-0.13	0.24	1.00				
5. 成长型市场	0.00	-0.06	-0.07	0.07	1.00			
6. 竞争型市场	-0.03	-0.12	-0.06	0.07	0.16	1.00		
7. 成长预期	0.18	-0.04	-0.17	0.10	-0.12	0.03	1.00	
8. 成长历史	0.28	0.03	-0.10	0.01	-0.07	0.05	0.01	1.00
百分比	74.5	4.3	15.9	39.8	31.9	44.7	12.7	50.1

(三) 预测变量

根据到 1993 为止企业第二年的销售增长率，把企业分为快速发展和低速发展两类。如果销售增长率超过加权样本中位数，就归为高速发展。对于增长的期望，我们制定专门的调查项目，以让被调查者预测下一年的收入增长，问题答案根据不同范围被编码成分类变量（0%、1%-4%，5%-9%，10%-14%，15%-24%和 25%以上）。如果公司的预期超过 5%，则被归为高速发展行列。相关系数矩阵和简单统计量见表 1。

三、分析和结果

表2 无形资产投资比例

	股权融资	债务融资	股权融资和债务融资
所有样本公司	74.9 (4.3)	50.8 (7.1)	75.5 (5.3)
高速发展的公司	81.7 (4.0)	65.2 (6.9)	81.3 (7.0)
低速发展的公司	68.7 (7.2)	40.2 (11.4)	64.2 (7.2)
差别	13.0†	25.0†	17.1†
高增长预期	86.8 (6.0)	66.2 (14.5)	94.0 (2.1)
低增长预期	73.1 (4.8)	47.6 (7.8)	74.0 (5.9)
差别	13.7†	18.6	20.0

标准误差: P-值: †<0.10; *<0.05; **<0.01.

这些数据提供了一个难得的机会去探索产业竞争条件、公司特征以及资本来源和应用的关系。我们首先审查企业无形资产投资活动。表2报告了公司资源来源和使用的百分比。在数据收集的前一年,只利用股权进行融资的公司已经将三成资本投资在无形资产上。在那些仅仅通过债务进行融资的公司,一半资本被投资到无形资产。在这种债务融资子集里,有证据表明快速发展的公司更加重视无形资产投资(65% vs. 40%),与假设一是相一致的(双侧检验的p值是0.062)。在债务融资的企业中,具有高速发展预期的企业三分之二重视无形资产投资,低速发展预期的企业则只有二分之一重视无形资产投资。尽管这与假设二相一致,但统计检验并不支持。类似的模式也存在于仅仅通过股权进行融资的企业。尽管快速成长的公司和具有乐观成长预期的公司都表现出了较高的投资率,对于成长因素与股权为基础的无形资产投资的相关性而言,统计显著性检验提供了微弱证明。

表3中,利用赫克曼两阶段概率模型,我们更深地探究资金来源和使用之间的关系。第一阶段,我们用资本来源作为我们的选择标准,这一步是很恰当的,因为当有因素影响融资结构时会产生内生性问题,而内生性问题也是投资决策的决定性因素。这个问题正是我们的研究动机。我们假定资金来源和使用的决定是控制内生性不可缺少的步骤,尽管对于检验大型公司的金融理论而言并不是必需的。在模型中,我们辨析了相互排斥的分组样本中的股权融资类、债务融资类以及混合融资类。当控制了金融结构后,我们运用概率模型去评价影响投资活动的决定因素。每种情况下,如果公司采用了一种特别的投资组合,二进制因变量取1,否则取零。

表3 对无形资产投资的赫克曼检验^①

无形资产	无形资产投资		
固定资产	-0.184	-0.471	0.085
高知识含量	-0.916**	0.242	0.317
成长型市场	-0.074	0.342	0.084
竞争型市场	-0.170	-0.091	0.064
过去增长	0.522**	1.045**	-0.641**
未来预期	0.608*	0.945	0.452*
常量	1.666	-0.712	0.835*
选择模型	股权融资	债务融资	股权融资和债务融资
小公司	-0.076	-0.025	-0.317†
大公司	0.297	-0.099	0.057
固定资产	-0.030	-0.035	0.243
高知识含量	0.488**	-0.653**	0.057

①表3对增长变量描述结果的p值与没有进行样本选择的描述结果的p值类似。单方程检验把伴随行业变量和预测变量产生的公司规模控制变量当做附加协变量。两个值得注意的差异,关于增长的预期值得一提。首先,在债务融资的公司里,p值微弱的证明:具有高发展预期的公司更愿意把债务与无形资产进行匹配。其次,在债务融资和股权融资结合的企业,很少的证据表明增长预期与投资结构成正相关。

过去增长	-0.099	-0.237	0.454**
增长预期	-0.079	0.382	-0.354*
常量	-0.613**	-0.436†	-0.704**
F 值	3.57**	4.78**	2.84**
回归系数	-0.971**	-0.113	-0.972†

P-值: †<0.10; *<0.05; **<0.01.

结果表明: 仅通过债务融资而进行无形资产投资和企业成长过程有关。这和假设一是相一致的, 但却和传统金融理论相违背。然而, 股权融资公司在投资过程中如果具有积极的预期, 它和债务融资的公司相关系数则不显著, 尽管在征兆上与预期相符。在多元分析中, 假设二并不被支持。公司竞争环境的知识密度对资金来源和利用的形式有影响。知识密集型行业的企业更多地使用股权, 而不愿意仅仅使用债权融资。然而, 在仅仅使用股权融资的公司集合里面, 进行无形资产投资的知识密集型公司却很少。

四、 讨论

本文的主要目的是讨论成功的中小企业如何进行投资, 特别侧重于讨论无形资产投资的资金来源和资金使用之间的关系。我们聚焦于中小企业投资融资模式和一系列行业水平及公司水平变量控制之间的关系。我们最感兴趣的是企业成长, 不论企业成长特点与投资目标、投资资金是否有关。

前面的分析已经形成了对加拿大年轻公司无形资产融资方式的见解, 这些融资方式受一系列外源因素的影响。奇怪的是, 公司规模倒不是投资决策的决定因素。另外一些值得注意的不显著因素则是市场阶段、市场竞争情况和生产分类。样本公司在其中进行经营, 工业层面的知识强度在资本来源类型和无形资产投资融资方面是有影响的。

我们的实证分析表明, 中小企业的成长史与无形资产投资正相关。这种现象在股权融资和债务融资企业都被得以观察。增长预期作为企业如何分配资源的前提条件, 只有在股权融资企业的前提下才是明显的。

这些研究代表着与传统金融理论预测相对立的观点, 其中没有涉及无形资产发展带来的杠杆作用。这种差异的原因可以追溯到 Bromiley 提出的“战略和融资之间的区别”。特别是, 众多资金持有者和实物、战略风险观念、策略、错误和机会之间的互相作用的重要性, 都会在企业家的管理公司时起作用。在中小型企业的世界里, 经济理论假设和资金有效假设可能会被现实主义和竞争环境下的生存必需品质所超越。

战略管理和融资将继续偏离对他们的预测和规定, 主要是因为其潜在假设的差异。这个战略指出: 珍贵的、稀有的、不可替代的企业自有资产, 可以带给公司更多的竞争优势。融资战略认为: 杠杆效应——财务结构中一个非常重要的组成部分, 在大多数情况下不能支持无形资产投资, 因为通常情况下, 只有真实的资产才能传递竞争优势。我们所发现的证据表明: 在实践中, 中小型企业都在利用债务融资进行无形资产投资, 如研发、培训和市场开发等。另一个与战略管理理论相符的结论是: 行业情况可以影响公司应用的融资方法和公司在如何部署稀有财力时做出的战略决策。

本研究所用的数据和以往调查的数据相比, 有两个显著优点: 首先是高的整体回答率 (80%) 使我们在数据代表性上很有信心; 其次是复杂的分层抽样程序使我们能够精确地获取加拿大成功企业的情况, 以对我们的分析进行加权衡量。这一研究今后的方向有二: 一是深入研究小企业的资本结构特征; 二是深入研究成功中小企业所作出的具体投资决策。

对于企业家来说, 我们的研究有好坏两方面的影响。坏的影响是: 企业内部的期望对企业融资起的作用很小, 特别是当选择进行无形资产投资融资时更是如此。这是符合传统的观点的, 因为信息不对称是市场不完善的持久和普遍的原因。好的影响是: 企业成长记录的正分数对企业获取无形资产投资基金有利。未来的研究可能会揭示现在观察到的关系。在一个可行的商业计划中, 新的贷款、与出资方的紧密联系, 这些都是这个计划必不可少的因素。

参考文献：（略）

译者单位：东北财经大学研究生院
邮政编码：116021