

创业企业的资本 结构理论与融资策略研究^{*}

吴少新 王国红

摘要：传统资本结构理论、融资优序理论和融资契约理论都不能用来分析创业企业的最优资本结构，创业企业的最优资本结构应该用新的理论——基于风险等级的创业企业的资本结构理论来解释，即创业企业所处阶段的风险大，则股权融资优先；所处阶段的风险小，则负债融资优先。这一独特的资本结构使得传统的融资手段不能有效吸引风险资本的投入，因此必需进行融资策略的创新，包括：可转换优先股、认股权证和认沽权证、风险担保基金、清算权安排等融资策略创新。

关键词：融资优序理论 融资契约理论 风险资本 融资策略

一、资本结构理论的发展

(一) 从传统资本结构理论到融资优序理论

早期资本结构理论的踪迹可追溯到希克斯 1946 年出版的《价值与资本》一书。杜兰特(Durand, 1952)把当时对资本结构的见解分为 3 种：净收益理论、净营运收益理论和介于二者之间的传统折中理论。其传统折中理论比较符合实际，但它是凭经验而非缜密的数学推导出来的。为此，莫迪格利安尼和米勒(Modigliani & Miller, 1958)提出了著名的 M-M 定理，奠定了现代资本结构理论的基础。他们通过严格的数学推导，证明在一系列的假设条件下(没有企业和个人所得税，没有企业破产风险，风险等级一致，信息对称，资本市场充分有效等)，企业的价值与资本结构无关。此后，莫迪格利安尼和米勒(1963)和米勒(Miller, 1977)通过引入税收因素，证明在有税收的环境中，企业的价值随着负债率的提高而上升。但这一理论与现实不符，无法解释现实中的企业多元化融资现象；而且它也忽视了企业债权融资可能带来的财务拮据成本和代理成本。因此，20 世纪 70 年代后期又产生了一种新的资本结构理论，即权衡理论，它通过权衡债权融资的税盾效应与财务拮据成本和代理成本的关系，认为企业的最佳

资本结构应是由债权融资产生的税盾效应与由此产生的财务拮据成本和代理成本相等的点决定的资本结构。

上述理论都忽视了现实世界非对称信息的存在，忽视了非对称信息对企业价值带来的影响。为了弥补这一缺陷，1972 年施蒂格利茨第一次尝试用非对称信息来模拟企业金融结构，其基本假设是企业经营者和投资者对企业破产概率有不同的预测。但把非对称信息系统地融入现代资本结构理论中去的是罗斯(Ross, 1972)及随后的塔尔蒙(1981)、迈尔斯和梅勒夫(1984)，尤以迈尔斯和梅勒夫提出的融资优序理论为代表。

罗斯是最早系统地把非对称信息引进资本结构分析中的。他的研究完全保留了 M-M 定理的全部假设，仅仅放松了关于充分信息的假定。罗斯认为，投资者与企业之间存在严重的信息不对称，投资者不知道企业的实际情况，但他们能根据企业管理人员选择的负债比来判断企业的价值，如果负债比上升，则认为企业价值上升；反之，则反是。罗斯的分析没有给出全新的结论，但他的方法是崭新的，他直接切向问题的核心——企业金融结构和市场价值的关系，并且只根据企业负债比来判断企业价值；但他的分析也有其缺陷，即他假设管理者向市场输

^{*} 本文系 2004 年度湖北省教育厅重大项目《武汉东湖高新区大学科技园发展的金融支持》的阶段性成果，课题负责人：吴少新，课题组成员：张国亮、杨正才、王国红。

出的信号是正确的,投资者没有被管理者误导,这个假设太严,与现实不相符。继罗斯后,塔尔蒙(Talmon,1981)、海克尔(Heikel,1982)以及李、撒康和沃拉(Lee,Thakor and Vora,1983)等发展了他的模型,其中塔尔蒙的工作比较突出。

罗斯的模型只有一个信号变量,即负债比;而塔尔蒙的模型则包括多个变量,其结论是:在存在非对称信息时,信号结构应包括企业所有重要的金融政策变量,由此才能得出企业市场价值的精确值。

迈尔斯和梅勒夫(Myers & Majluf,1984)集上述学者之大成,提出了融资优序理论。即公司融资的顺序应是:先内部融资,再外部融资;而外部融资中,债权融资又优于股权融资。

直到20世纪90年代以前,虽然资本结构理论取得了可喜的进展,但它对现实的解释力仍是有限的,有时是苍白无力的,原因在于它存在以下缺陷:(1)着重从成本上进行了分析,将最低资本成本等价于最大企业价值,并未对收益进行深入的分析;(2)对风险的分析是不完整的,主要对财务风险进行了分析,但对其他风险则鲜有涉及;(3)主要研究了企业的两种传统的筹资方式,一是股权融资,另一是债权融资,没有考虑混合金融工具融资;(4)仅注意到资本结构的不同对资本成本进而对企业价值的影响,而没有关注资本结构的不同对企业所有权进而对企业价值的影响。

(二) 资本结构理论的新发展:融资契约理论

前已述及,20世纪90年代以前的资本结构理论的一个重要缺陷是:仅注意到资本结构的不同对资本成本进而对企业价值的影响,而没有关注资本结构的不同对企业所有权进而对企业价值的影响。其实,不同的融资安排,不仅会导致资本结构的不同,更为重要的是,它对企业剩余控制权与剩余索取权的配置会产生重要影响,进而对企业价值产生深远影响。因此,20世纪90年代出现了一种新的资本结构理论——融资契约理论,它的代表人物是阿洪和博尔顿(Aghion & Bolton,1992)以及德沃特里庞和泰勒(Dewatripont & Tirole,1994)。

融资契约理论是在企业的资产专用性理论的基础上产生的。企业的资产专用性理论由威廉姆森(Williamson,1975,1979)和克莱因等(Klein, et al., 1978)作了开创性的研究,后由格罗斯曼和哈特(Grossman & Hart,1986)、哈特和莫尔(Hart & Moore, 1990)、瑞奥登(Riordan,1990)以及道(Dow,1993)作了进一步发展。这一企业理论将企业看成是连续生产过程之间不完全合约所导致的纵向一体化实体,认为企业之所以出现,是因为当合约不可能完全时,

或者完全合约交易成本太大时,纵向一体化能够消除或者至少能够减少由资产专用性产生的机会主义行为。阿洪和博尔顿(1992)在企业的资产专用性理论的基础上发展出了一种新的资本结构理论——融资契约理论。在他们的论文中,一个缺乏创业资本的企业家与一个富有的投资者之间的不完全合约被模拟成“纵向一体化”;由于企业家对项目的金钱和非金钱报酬都感兴趣,而投资者只关心项目的金钱收益,因此,双方的目标含有潜在的冲突。他们考虑的是:(1)初始的合约结构能否以及如何使当事人的目标达到完美一致;(2)当初始合约不能达到这种一致时,控制权应如何配置以取得效率。他们指出,一旦某些重要的未来变量因很难或不可能被初始描述而在合约中遗漏时,控制权的分配就至关重要,不同的控制权安排会带来不同的资金收益和企业价值。他们得出的结论是:(1)当企业家个人利益与总利益(包括货币的和非货币的)一同增长时,企业家单方面的控制是有效率的,企业应发行无投票权的股票(如优先股)融资;(2)当投资者的货币利益与总收益一同增长时,投资者单方面的控制也是有效率的,企业应发行有投票权的股票融资,在这种情况下,一个可行的选择是让经理人成为投资者的雇员;(3)而当上述双方的收益都不能同总收益一起增长时,随机状态控制则是有效率的,在此情况下,企业可通过债券方式融资。阿洪和博尔顿把随机状态控制解释成一种举债筹资条件下的控制权配置。企业状态的好坏可以通过第一阶段的业绩来推测,如果第一阶段业绩不好,则控制权由投资者掌握;反之,则由经理人掌握。

德沃特里庞和泰勒(1994)在阿洪和博尔顿(1992)模型的基础上集中研究了控制权与现金流量权的相互关系。他们假定拥有控制权的人可以有两种不可核实的行动选择:更具风险性的和少具风险性的,但创业企业经理人总是偏好更具风险性的行动。最优契约安排是提供传统的绩效激励办法以引导创业企业经理人努力工作,并且企业控制权的配置也应实行依状态而相机配置,即当企业绩效变差时,控制权应逐渐转移给外部投资者;而当绩效变好时,控制权应转移给创业企业经理人。

融资契约理论从契约的不完全性以及融资双方动态的关系来考察企业的所有权配置对企业价值的影响,这一全新视角不仅对企业理论,而且对资本结构理论都是一大贡献,但也有其缺陷,主要表现在:(1)在阿洪和博尔顿的模型中,控制权的分配是用来解决经理人的私人利益(包括私人的货币收益及个人的成功感、声誉等非货币收益)和投资者的私人利

益(主要是货币收益)之间的冲突的,但融资双方利益的冲突并非控制权的配置所能解决的。(2)控制权的转移基于可观察的随机状态,而随机状态有时是不可观察的,有时即使可观察,但很可能存在很强的噪音,因此控制权的转移存在困难。(3)即使随机状态可观察,且控制权也能转移,但控制权让渡的临界点难以精确确定。(4)即使控制权让渡临界点也能精确确定,但仅凭第一阶段的业绩好坏来转移控制权,显然过于短视。

二、融资优序理论与创业企业的资本结构

融资优序理论认为公司的融资顺序应是:先内部融资,再外部融资;而外部融资中,债权融资又优于股权融资。但创业企业的外部融资顺序却是股权融资优先于债权融资。造成这种反差的原因主要有:

第一,融资优序理论以“企业一般”为研究对象,在这种前提下,又假设它们的风险具有一致性。但大学科技园创业企业不同于“企业一般”,它们的区别在于:(1)创业企业的风险更大;(2)“企业一般”的风险等级在企业发展的各个阶段的变化并不显著,而创业企业的风险等级随着企业的成长趋于下降,变化幅度大;(3)“企业一般”的投资者大多是风险厌恶者,而创业企业的投资者大多具有风险偏好。

第二,融资优序理论所论及的风险主要是财务风险,但对于初创期的创业企业而言,技术创新风险是最主要的。技术创新的本质是建立一种新的生产函数,把一种从未有过的关于生产要素与生产条件的“新组合”引入生产体系的过程,由于没有常规可循,因此风险极大。

第三,融资优序理论主要着重于资本成本的分析,没有对收益进行细致的分析,并先验性地认为成本最小化等同于收益最大化,这不适用于创业企业。创业企业的成本与收益具有显著的不对称性,它一旦成功,收益极大,不能简单地用融资成本来衡量。创业企业市场价值最大化的关键是市场化成功的概率。一旦成功,其投资利润远高于“企业一般”,并可以在一定时间内独家垄断市场,实现超额利润。它的市场价值最大化不同于“企业一般”,“企业一般”的市场价值最大化在一定程度上等同于成本最小化,而创业企业的市场价值取决于技术创新的成功与市场化速度。

因此,创业企业的资本结构不能用融资优序理论解释,它有其独特的资本结构。创业企业的融资优序选择不同于“企业一般”的融资优序选择,其融资的优序选择为:自筹资金、留存收益、风险投资、政

策性资金、发行新股、借债,即先内部融资,后外部融资;在外部融资中,先权益融资,后债务融资。而融资优序理论对融资优序选择的观点是:在外部融资时,先债务融资,后权益融资。对此现象,应作何解释?我们认为,股权融资更能解决投资者与创业企业之间的信息不对称所产生的“逆向选择”与“道德风险”问题,更能体现风险与收益之间的关系。

债权融资虽然从理论上讲,当企业破产清算时,债权人有权优先索取权,但这种优先索取权所能得到的利益往往远远小于债权的价值,只能收回极少的资金;并且当企业成功时,债权人却只能享受固定的收益,不能分享企业成功的利益;加上创业企业规模小,风险大,抗风险的能力差,可抵押的资产少,这种风险与收益的极大不对称,导致创业企业债权融资困难。而股权融资却不然,通过投资者与创业企业之间的激励机制设计,就能解决他们之间由于信息不对称所产生的“逆向选择”与“道德风险”问题,且更能体现风险与收益之间的对称关系。所以创业企业更多采用股权融资方式,特别是风险资本融资,风险资本融资对解决创业企业融资困境起着重要作用。创业企业的资本结构需要用新的理论来解释。

三、融资契约理论与创业企业的资本结构

虽然风险投资者非常符合阿洪和博尔顿模型中的单一投资者,创业企业的经理也可认为是阿洪和博尔顿模型中的经理人,但融资契约理论仍不能全面地分析创业企业的资本结构,只能说明创业企业的股权融资(包括无投票权的优先股以及有投票权的普通股),而不能说明创业企业的负债结构。由于创业企业特有的风险与收益极大的不对称性以及创业企业经理人与投资者之间所具有的严重信息不对称性,往往在创业企业初期,由经理人拥有企业的控制权,这时的融资方式是发行可转换的证券;当企业有了很好的发展且逐渐步入稳定发展期后,可转换证券便可转换成有投票权的股票,此时控制权便转移到投资者手中。上述两种情况,融资契约理论都能很好说明;但负债融资的说明则不符合创业企业的实际。在阿洪和博尔顿模型中也有债券融资,那是在企业状态好的情况下,由企业经理人拥有控制权所作的融资选择;企业状态好或不好,虽说是随机出现,但毕竟任一种情况都有较大的概率,也就是说,负债融资也应有较高的概率,但对创业企业来讲,股权融资才有较高的概率,而负债融资的概率较低,且仅占很小的比重。因此,融资契约理论不能解释创业企业为什么负债比低的原因。因此创业企业的负债融资需要新的理论来解释。

四、创业企业的资本结构理论:基于风险等级的资本结构理论设想

融资次序理论是一种基于成本收益分析,用最低的综合资本成本相对应的资本结构作为企业最佳资本结构的融资策略;融资契约理论是一种基于控制权分析,用控制权让渡临界点作为控制权转移依据,以使企业价值最大化的融资策略。二者虽有不同,但实质是相同的。因为:融资契约理论在控制权安排上,一开始,如果企业经营业绩好,则由经理人控制是有效率的,融资策略是发行优先股(无投票权);其次,如果经理人不能充分保护投资者利益,则实行依状态分配控制权策略,融资策略是发行债券或小部分有投票权的股票;最后,如果仍不能充分保护投资者利益,控制权就全部转移给投资者,融资策略是发行有投票权的股权融资。这与融资次序理论是一致的,即企业在外源融资上,先负债融资(发行无投票权的优先股实际上类似于债券融资),再股权融资。这两种理论都不能说明创业企业的资本结构。这里我们根据创业企业的特性,提出一种“基于风险等级的资本结构理论”设想。具体来讲,就是在创业企业的初创期,由于风险大,成本与收益存在严重的不对等性,负债融资可望而不可求,其融资策略以股权融资为主;随着风险等级的逐步降低,创业企业与投资者之间信息不对称程度的降低,负债融资的比重将逐步增加。也就是说,创业企业的融资策略究竟是以股权融资为主,还是以负债融资为主,取决于其风险等级,风险大,则股权融资优先;风险小,则负债融资优先。

五、创业企业融资策略创新

创业企业固有的特性,如风险大,资信低,可抵押资产少等原因,传统的融资手段并不能有效吸引风险资本的投入,因此必须进行融资策略的创新,这主要包括:可转换优先股、认股权证和认沽权证、风险担保基金、清算权安排等融资创新策略。

1. 可转换优先股

可转换优先股类似于可转换债券,它是指创业企业家为了吸引风险资本家投资,给予风险资本家在未来一定时期内可以转换为创业企业普通股的优先股份权益。这种混合证券工具在创业企业中被广泛使用,Kaplan 和 Stromberg (2001)发现在其研究的213个样本中,投资者使用可转换优先股投资的有204个,占比95.77%。可转换优先股给予风险资本家一种选择权,当企业业绩大幅增长且未来增长潜力大时,风险资本家可以行权将优先股转换成普通

股;当企业未来增长乏力时,风险资本家可获得固定的优先股红利。这种可转换优先股与一般股份制企业的优先股有所不同,在一般股份制企业中,优先股没有表决权,不能参与企业的实质性管理;而在创业企业中,持有可转换优先股的风险资本家不但要参与决策,还要对某些重大事项有完全否决权或超比例的否决权。可转换优先股对风险资本家意义重大,原因有:第一,它向风险资本家提供了在投资不利时进行清算的优先权。第二,风险资本家可运用“棘轮”条款(Full Ratchet Provision),规定创业企业家未来出售新股的价格必须大于或等于风险资本家优先股的价格,这样便可以保证风险资本家实际支付的以优先股换取未来普通股的价格是最低价格,保护风险资本家的利益。第三,它能克服经理人的短期行为(Cornelli & Yosha, 2003)。如果经理人操纵业绩,采取短期行为,投资者可以行使转换权,将债权转换为股权,从而稀释经理人的股权。第四,它可以使现金流量权内生(Schmidt, 1999),也就是说,它可以使现金流量权在投资者和经理人间的分配取决于现实的状态和经理人的努力。当经理人对项目的投资达到一定的效率水平后,投资者才会选择合适的转换比率,这就使经理人的支付函数产生了非连续的跳跃,从而迫使经理人提高投资效率。

风险资本家为保证自己的利益,通常与创业企业签订可转换优先股的合同,其条款主要包括:

(1) 转换价格。转换价格通常与优先股的购买价格相等,保证1:1转换。

(2) 反稀释条款。为防止创业企业家通过股份分拆或者特殊分红手段来损害风险资本家利益的“道德风险”问题,可转换优先股合同还规定有反稀释条款。从资产负债表含义上说,稀释是指融资后导致每股净账面价值下降。反稀释意味着资本结构的重新调整。在双方契约中,有两种反稀释方式:一是“棘轮”条款。如果以前的投资者收到的免费股票足以把他的每股平均价格摊低到新投资者支付的价格,他的反稀释权利被叫做“棘轮”。“棘轮”作为强有力的反稀释工具,无论以后的投资者购买多少股份,以前的投资者都会获得额外的免费股票。“棘轮”可与可转换优先股结合起来,风险资本家在转换时可获得额外的股票。这样做可以保证风险资本家的持股比例不会因为以较低价格发行新股而发生股权稀释现象,从而影响其表决权。另一种反稀释条款称为加权平均反稀释条款(Weighted Average Antidilution Provision)。加权平均法是使用一个公式来确定以后廉价销售股票的稀释效应,并通过授予投资者足够的免费股票抵消这一效应。制订反稀释

条款的目的在于,花同样 1 美元,较晚的投资者不能比前期的投资者获得更多的企业权益。公司主要的投资者往往主张通过反稀释来使自己的利益得到保护。反稀释条款一般规定,投资者拥有企业股份的比例在将来某一特定的时期前不被减少。在这个时期之前,为保证前期投资者的利益,企业扩股行为以双方商定的价格出售给前期投资者股份,如果企业把股份以较低的价格出售给以后的投资者,前期的投资者将获得免费的股份,保证前期投资者的份额不会下降。

(3) 自动转换条件。当出现以下两种情况,可转换优先股将自动转换成普通股。一是创业企业股票公开发行上市,另一是创业企业发展到一定程度,即企业的销售收入达到一定程度。在 Kaplan 和 Stromberg(2001) 的实证样本数据中,95 % 的融资协议都包含了证券自动转换条款,而且在通过 IPO 方式实现自动转换时,一般都要求 IPO 的价格达到风险投资者融资价格的 3 倍。

(4) 强制回购协议。如果创业企业业绩不佳,风险资本家对其未来发展前景不乐观时,可以要求创业企业将风险资本家手中的可转换优先股回购回去,以实现退出。

(5) 平等出售权。为防止创业企业家的这种“道德风险”,即当创业企业家对创业企业前景不看好时,抢在风险资本家前面出售股份以变现出逃,可转换优先股合同规定有平等出售权,即风险资本家可以在创业企业家出售股份时,能以相同的条件出售自己的股份。

(6) 转换限制。合同规定创业企业家在未经风险资本家同意时不得给予另外的风险资本家股份;同样,企业的并购及创业企业家想在并购交易中撤出人力资本,都需征得风险资本家的同意。

通过上述的合同条款,极好地保护了风险资本家的权利,减轻了交易双方的“道德风险”,并能达到有效吸引风险资本投入的目的。

2. 认股权证和认沽权证

认股权证是指公司发行的、持有者可以按规定价格购买特定数额股票的权力证书。认沽权证则是指公司发行的、持有者可以按规定价格向公司股东出售特定数额股票的权力证书。

创业企业发行认股权证实际上是对风险资本家的一种激励机制安排,只有当创业企业未来业绩增长,持有认股权证才会给风险资本家带来收益,风险资本家才会行权;否则,认股权证只是废纸一张。这给风险资本家监督管理创业企业以强大动力。当然创业企业也可给创业企业家认股权证,它也会带来

对创业企业家巨大的激励,激发他们努力工作,减轻创业企业家的“道德风险”行为。发行认沽权证实际上是对风险资本家的一种担保,保证了风险资本家最低的股份出售价格,降低了其股份面临的风险,这也是对风险资本家的一种激励。这两种混合金融工具,将风险资本家面临的风险转移到创业企业身上,一方面激励了风险资本家,另一方面有效地扼制了创业企业家的“道德风险”行为。

3. 风险担保基金

由政府设立风险担保基金,是各国发展风险投资和创业企业的重大举措,尤其是在我国目前风险投资和创业企业不能有效对接的情况下,政府的作用至关重要。风险担保基金主要由国家和各级地方政府的财政拨款以及商业银行信贷组成,也接受社会机构、团体的捐赠资金。风险担保基金组织是非盈利性的政府管理机构,体现国家的产业政策,引导民间资金的投资方向,吸引社会风险资金对创业企业的投资,扶持创业企业的发展和科技成果的孵化。我国目前风险担保基金主要通过贷款贴息、无偿援助以及少数资本金投入等 3 种形式,援助种子期和初创期的风险项目或企业,同时提供相关咨询等非金融服务。风险担保资金以协议形式,委托国家商业银行或投资公司专设的科技融资担保业务部管理,业务部接受资金管委会推荐的担保企业和项目后,以市场机制实施担保业务。风险担保基金的设立,大大减轻了风险资本家的后顾之忧,从而“逆向选择”问题得以减轻。

4. 清算权安排

为保障风险投资者的权益并使其在不利的情况下安全且顺利退出,创业企业往往还给予风险投资者强有力的清算权安排。清算权安排的方法有两个:一是给予风险投资者累积优先分红的权利。尽管从严格意义上说,分红并不意味着实际支付,但累积分红数量的增加最终将增加清算权;二是选择偿还权,即风险投资者所投入的资金在投资一段时间后可要求创业企业偿还,其偿还价格基本上是清算价或市场公允价,这保证了投资者在创业企业不履约的情况下可以获得支付。这一点被 Kaplan 和 Stromberg(2001) 的实证研究证实:(1) 几乎所有风险投资者的清算权都高于普通股股东;(2) 样本数据中 98 % 的风险投资者在清算时所提出的清算金额都与投资金额相同;(3) 在 46 % 的样本中有累积分红条款;(4) 在 84 % 的样本中有选择偿还权条款,且大多数偿还权的有效期限是 5 年。

以上 4 种融资创新策略大大减轻了风险资本家面临的风险,解决了风险资本家与创业企业之间由

于信息不对称产生的“逆向选择”与“道德风险”问题,有效地促进了风险资本对创业企业的投入,缓解了创业企业的资金困境。当然,这还需要其他一些制度的配合,如法律法规的支持,产权市场和资本市场的建设等。

参考文献:

1. 汤敏、茅于軾:《现代经济学前沿专题》,第1集,256~294页,北京,商务印书馆,1999。
2. 梁莱歆等:《海峡两岸高新技术企业融资结构比较研究》,载《管理评论》,2004。
3. 吴德胜:《风险资本融资、证券工具与控制权配置》,载《管理科学》,2005(3)。
4. 袁靖宇、张亚维:《高新技术企业融资结构理论框架构建》,载《现代经济探讨》,2003(10)。
5. 张玉明等:《高新技术企业融资策略与资本结构优化》,载《科学学与科学技术管理》,2005(7)。
6. 汤洪波:《现代资本结构理论的发展:从MM定理到融资契约理论》,载《金融研究》,2006(2)。
7. Aghion, P. and Bolton, P., 1992. "An Incomplete Approach to Financial Contracting." *Review of Economic Studies*, 59, pp. 473 - 494.
8. Cornelli and Yosha, 2003. "Stage Financing and the Role of Convertible Securities." *Review of Economic Studies*, Vol. 70, pp. 1 - 33.
9. Durand, David, 1952. "The Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement in National Bureau of Economic Research." *New York: Conference on Research*

on Business Finance, pp. 215 - 247.

10. Dewatripont, Matthias and Tirole, Jean, 1994. "A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager - shareholder Congruence." *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 1027 - 1054.

11. Dow, Gregory, 1993. "Why Capital Hires Labor: a Bargaining Perspective." *American Economic Review*, 83, pp. 118 - 134.

12. Grossman, Sanford and Hart, Oliver, 1986. "The Costs and Benefits of Ownership: a Theory of Vertical and Lateral Integration." *Journal of Political Economy*, 94, pp. 691 - 719.

13. Hart, Oliver and Moore, 1990. "Property Rights and the Nature of the Firm." *Journal of Political Economy*, Vol. 98.

14. Heikel, R., 1982. "A Theory of Capital Structure Relevance under Imperfect Information." *Journal of Finance*, 37, December.

15. Kaplan, Steven and Stromberg, Per, 2001. "Financial Contracting Theory Meets the Real World: an Empirical Analysis of Venture Capital Contracts." *Working Paper*, University of Chicago, January.

16. Klein, B.; Crawford, R. and Alchian, A., 1978. "Vertical Integration, Appropriable Rents and the Competitive Contracting Process." *Journal of Law and Economics*, 21, pp. 297 - 326.

17. Lee, W. L.; Thakor, A. V. and Vora, G., 1983. "Screening, Market Signaling, and Capital Structure Theory." *Journal of Finance*, 38, December.

(以下文献略)

(作者单位:湖北经济学院 武汉 430205
武汉大学经济与管理学院 武汉 430072)
(责任编辑:N、K)

(上接第106页)地改革存款准备金制度,提高我国货币政策有效性。

注释:

所谓边际操作,是指中央银行通过操作工具控制货币供给,使得准备金市场处于基本均衡却略显短缺的水平,中央银行在其意愿的利率水平上向市场提供最后某些单位的准备金,就可以实现其调节准备金市场利率目标的货币政策操作。这种货币政策操作隐含地指向了价格型货币政策操作,即以短期市场利率为操作目标的货币政策操作。需要说明的是,这是一个相对的概念,是相对于其准备金总量或相对于其货币市场(公开市场操作工具)规模而言的。因而在不同的国家,中央银行同样都是边际操作,其交易的准备金数量可能会存在很大的差别。由于这是人为因素引起的流动性短期,在西方有学者将其称为“人为的流动性不足”。

参考文献:

1. Fernandez, E., 2005. "Distorting Taxes and Interest on Reserves." *Economic Modeling*, Vol. 22, pp. 975 - 1000.
2. 米什金:《货币金融学》,中文版,北京,中国人民大学出版社,1998。
3. 迈克尔·G.哈吉米可拉齐斯、卡马·G.哈吉米可拉齐斯:《现代货币、银行与金融市场——理论与实践》,中文版,上海,上海人民出版社,2003。
4. Reinhart, C. and Reinhart, V., 1999. "On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems." *International Journal of Finance and Economics*, No. 4, pp. 27 - 54.
5. Sellon, G. and Stuart E., 1997. "Monetary Policy without Reserve Requirements - Case Studies and Options for The United States." *Economic Review*, Vol. 82, pp. 5 - 26.

6. Basu, P., 2001. "Reserve Ratio, Seigniorage and Growth." *Journal of Macroeconomics*, Vol. 23, No. 3, pp. 397 - 416.

7. Sargent, T. and Wallace, N., 1985. "Interest on Reserves." *Journal of Monetary Economics*, 15, No. 3(May), pp. 279 - 290.

8. Smith, B. D., 1991. "Interest on Reserves and Sunspot Equilibria: Friedman's Proposal Reconsidered." *Review of Economic Studies*, Vol. 58, No. 1 (January), pp. 93 - 105.

9. Heller, D. and Yvan, L., 2003. "Payment Obligations, Reserve Requirements, and the Demand for Central Bank Balances." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50, pp. 419 - 432.

10. 卡尔·瓦什:《货币理论与政策》,中文版,北京,中国人民大学出版社,2001。

11. 张红地:《“铸币税”是税》,载《银行家》,2003(12)。

12. 刘明、刘斌:《超额存款准备金利率政策功能分析》,载《金融纵横》,2006(4)。

13. 彭兴韵:《论中国货币政策框架的调整》,载《经济动态》,2006(9)。

14. 范从来、朱恩涛:《我国存款准备金制度演变的货币政策视角分析》,载《中央财经大学学报》,2006(12)。

15. 张杰:《我国金融制度的结构与变迁》,太原,山西经济出版社,1998。

16. 范从来:《论货币政策中介目标的选择》,载《金融研究》,2004(6)。

17. 胡海鸥、贾德奎:《“利率走廊”调控的理论与实践——货币政策操作的新思路新方法》,上海,上海人民出版社,2006。

(作者单位:南京信息工程大学国际财务研究院
南京 210044)
(责任编辑:N、Q)