

分类号 F83/388  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

**兰州财经大学**

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

# 硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 融资方式选择对轻资产企业成长的影响  
——以恒瑞医药为例

研究生姓名: 祁璐璐

指导教师姓名、职称: 邵传林、教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融硕士

研究方向: 金融理论与政策

提交日期: 2021年5月25日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 邵璐璐 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 邵传林 签字日期： 2021.5.25

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 邵璐璐 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 邵传林 签字日期： 2021.5.25

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

**Choice of financing methods for the growth  
of asset-light enterprises  
—— Take Hengrui Medicine as an example**

**Candidate : Lulu Qi**

**Supervisor: Chuanlin Shao**

## 摘 要

当前,高质量健康发展已成为企业成长发展的首要目标,为了适应知识经济和互联网经济发展环境,企业需积极高效地制定出应对之策,适时调整企业运营模式和发展理念,正确选择高效的融资方式才能实现企业快速成长和高质量发展。大量企业的亲身实践表明,轻资产运营模式已经形成了一套相对成熟的发展理念,正确应用该经营模式能够对企业成长产生积极地促进作用。因此,本文以轻资产运营模式为出发点,选择医药制造业中典型的创新类药研发企业——江苏恒瑞医药股份有限公司为分析对象,讨论融资方式的选择对轻资产企业成长的影响。通过对该企业展开全面的分析研究,文章发现随着企业在轻资产模式下不断的成长和发展,不仅财务数据会表现出明显的轻资产特征,其融资方式选择上也会呈现出典型的内源融资偏好。同时,研究发现适应轻资产运营模式的企业融资结构能够对企业的成长产生积极的促进作用,这种作用力会外化表现为优秀的成长潜力、盈利能力和运营能力。本文研究的意义在于,结合当代高质量健康发展要求,以轻资产运营模式为研究出发点分析了企业融资方式选择偏好对企业成长产生的影响,有助于企业在生产经营过程中适时检验自身的运营模式和经营能力,及时发现资本结构存在的问题并精准快速进行调整,进而实现企业的高效成长和价值最大化。

**关键词:** 轻资产运营模式 融资方式 企业成长 高质量发展

## Abstract

At present, high-quality and healthy development has become the primary goal of corporate growth and development. In order to adapt to the development environment of knowledge economy and internet economy, companies need to actively and efficiently formulate countermeasures, timely adjust corporate operating models and development concepts, and correctly choose efficient financing. Only in this way can the company achieve rapid growth and high-quality development. The personal practice of a large number of companies shows that the asset-light operation model has formed a relatively mature development concept, and the correct application of this business model can positively promote the growth of the company. Therefore, this article takes the asset-light operation model as the starting point, and selects Jiangsu Hengrui Pharmaceutical Co., Ltd., a typical innovative drug research and development company in the pharmaceutical manufacturing industry, as the analysis object to discuss the impact of the choice of financing methods on the growth of asset-light enterprises. Through a comprehensive analysis and research on the company, the article found that as the company continues to grow and develop under the asset-light model, not only the financial data will show obvious asset-light characteristics, but also the typical selection of financing methods have intrinsic financing preferences. At the same time, the corporate financing

structure that adapts to the asset-light operation model can have a positive effect on the growth of the company, and this force will be externalized into excellent growth potential, profitability and operational capabilities. The significance of the research in this paper is to combine the requirements of contemporary high-quality and healthy development, and analyze the influence of the choice of corporate financing methods on the growth of the company based on the light-asset operation model, which will help companies to timely test their own operations in the production and operation process. Models and operating capabilities, timely detection of problems in the capital structure and precise and rapid adjustments to achieve efficient growth and maximum value of the enterprise.

**Keywords:** Light asset operation model; Financing methods; Business growth; High-quality development

# 目 录

<b>1 引言</b> .....	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究目的、意义.....	2
1.2 文献综述.....	4
1.2.1 关于轻资产的研究.....	4
1.2.2 关于企业融资方式的研究.....	5
1.2.3 关于轻资产企业融资的研究.....	8
1.2.4. 关于融资方式与企业成长的研究.....	9
1.2.5. 国内外文献评述.....	11
1.3 研究内容与方法.....	12
1.3.1 研究内容.....	12
1.3.2 研究方法.....	12
1.4 论文创新点.....	12
<b>2 相关理论分析</b> .....	14
2.1 轻资产相关理论.....	14
2.1.1 轻资产运营模式.....	14
2.1.2 轻资产模式典型特征.....	14
2.2 轻资产企业成长与融资方式相关理论.....	15
2.2.1 企业成长的界定.....	15
2.2.2 轻资产企业的成长机制.....	16
2.2.3 轻资产企业的融资方式.....	17
2.3 融资方式影响轻资产企业成长的机制分析.....	17
2.3.2 内源融资方式对轻资产企业成长的影响机制.....	17
2.3.3 债务融资方式对轻资产企业成长的影响机制.....	18
2.3.4 股权融资方式对轻资产企业成长的影响机制.....	19
2.3.5 总结.....	20

<b>3 江苏恒瑞医药案例分析</b> .....	21
3.1 恒瑞医药企业简介.....	21
3.1.1 企业概况.....	21
3.1.2 经营状况.....	21
3.1.3 轻资产特征.....	24
3.2 恒瑞医药轻资产模式下的融资选择偏好.....	29
3.2.1 低资产负债率和高流动性负债.....	29
3.2.2 高内源性融资和低收益分配.....	30
3.3 恒瑞医药轻资产模式下的成长表现.....	33
3.3.1 稳中有升的成长潜力.....	33
3.3.2 持续增长的盈利能力.....	34
3.3.3 稳定健康的营运能力.....	37
3.4 恒瑞医药轻资产模式下的融资方式与企业成长.....	38
3.4.1 恒瑞医药成长期限划分.....	38
3.4.2 恒瑞医药转型期融资方式与企业成长.....	40
3.4.3 恒瑞医药成熟期融资方式与企业成长.....	43
<b>4 案例研究的结论与启示</b> .....	47
4.1 结论.....	47
4.2 启示.....	48
4.2.1 灵活融资方式，适时调整轻资产融资策略.....	48
4.2.2 紧抓关键业务，构建产学研一体创新模式.....	48
4.2.3 优化人力资本，完善企业内部控制制度.....	49
<b>参考文献</b> .....	50
<b>后 记</b> .....	54



# 1 引言

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

随着有形生产资源和无形信息资源在全球范围内的流动变得更加自由，产业分工和行业分化程度也逐年增强。立足于新型经济特征下，企业要得以存续和成长就需要时刻审视企业自身所处的发展模式和成长环境，不断优化企业资源、创新生产经营模式、选择正确的融资方式和可持续发展战略，才能及时适应当前以科技、技术为导向的知识经济时代发展背景，融入到快速迭代、竞争激烈的金融大环境之中。

如何推动企业更加健康快速地成长一直是企业家所追求的首要目标。在经济新常态下，原本以经营规模、业务体量和项目数量为主的传统企业发展模式显得越来越疲软，企业的经济效益也呈现出逐渐下滑的趋势。因此，实践轻资产运营模式、在全球产业链分工中抢占高附加值产业，进而以较小的投入撬动最大化企业价值成为当前全球企业的首选战略目标。自轻资产运营模式于 20 世纪 80 年代提出以来，国内外众多企业都开始纷纷向轻资产化转型，截止 2015 年，全球上市的轻资产企业比例达到了 70% 以上（廖涵平，2015）。在“互联网+”大潮流下，近年来的文娱传媒行业、房地产行业、零售行业、医药行业等也纷纷开始向轻资产运营模式转型（周泽将，邹冰清，李鼎，2020）。近五年来，随着网络科技在各行各业的高速渗透，加上今年新冠肺炎疫情在全球范围内蔓延，全球企业原本的经营发展模式都受到了或多或少的影响。因此，企业要适时调整发展战略，结合互联网科技和企业自身优势，不断优化企业架构和经营方针，积极向轻资产运营模式靠拢，是当前经济社会发展的必然发展趋势。

企业的成长和发展需要不断地改革创新，而经营策略的转变与落实都离不开融资。资金作为企业生产经营活动的重要保障，是企业高质量成长并实现可持续发展目标的动力源泉（黄东坡，2013）。高效、快速、足额地筹集到运营生产所需的资金，并维持健康稳定的融资渠道对一个企业的生存发展至关重要。根据资

本结构理论,为了达到市场价值的最大化,企业往往需要以企业成长周期为基础,结合当前的发展战略目标以寻求最符合经营发展现状的融资方式(余金珊,2012)。不同的融资方式及组合比例所呈现的融资结构会显著不同,适应企业生存和发展的融资结构不仅能够提高企业的成长能力,还会间接影响产权分配和治理结构。然而,当金融市场为轻资产企业融资时,其传统的资金供给模式与该类企业的“轻资产驱动”战略产生了一定的不匹配现象。此外,我国现行的无形资产评价体系和知识产权应用机制还有待完善,即使通过供给侧结构改革不断加大对轻资产企业融资的支持力度,转轨经济所特有的制度障碍和结构缺陷也会对轻资产企业的融资提出更严峻的挑战。

近年来,医药行业市场需求迅速扩大且行业竞争更加激烈,2019年末席卷全球的新冠肺炎疫情更是将医药行业推至社会大众的视野第一线。在抗击疫情的过程中,创新类药物以其高效的治疗效果脱颖而出,对疾病的预防和治疗都发挥了极其重要的作用。经过长久的发展和积累,我国大部分医药制造企业已经经历了“全面进口”、“进口+仿制”、“仿制+创新”三个前期发展阶段,但很难再进一步跨入最具有成长空间和内在价值的“自主创新”阶段。医药制造类企业要提高自主创新能力,突破核心关键技术,不仅需要加大研发力度,更需要对企业的经营模式和发展战略进行创新和融合(章佳清,张学芬,2015)。事实证明,当前只有轻资产运营模式才是我国医药制造业实现自主创新发展的必由之路。江苏恒瑞医药能发展成为当前医药制造业翘楚,不仅仅是企业注重研发创新和积极推广学术研究宣传的结果,更是因为该企业能够紧跟时代发展大潮,及时进行产业结构调整,实践轻资产运营模式并及时调整融资方式。通过精准定位企业核心业务和融资需求,恒瑞医药凭借长期品牌积累、关键技术、独特的专利及高效的营销策略,已经形成了各具多方面优秀竞争力和强大的品牌影响力(张昕,陈林,2011)。因此,讨论恒瑞医药轻资产运营模式下融资结构变化和成长性的表现,并对内在机理展开具体分析研究显得十分有必要。

### 1.1.2 研究目的、意义

企业成长能力的高低是对企业未来价值的判断,具体表现在企业对未来投资机会的把控程度,也是影响当前投资者决策的重要指标之一。企业选择轻资产运

营模式就意味着在一定程度上决定了未来中长期的战略目标和发展方向。在新型运营模式下，轻资产企业应该如何确定最优的资本结构比例，采用哪种融资战略才能最有利于企业成长是理论界十分关注的研究课题。

随着跨国企业陆续占据国内医药市场，我国医药制造业所面临的市场环境竞争愈发激烈。那么，如何使医药制造类企业在发展中保持创新动力，借助可实现的融资方式推动企业扩大产品市场和品牌影响力，是培养和巩固企业核心竞争力的关键任务。因此，本文以医药制造业内典型的轻资产企业——江苏恒瑞医药为例，具体研究企业在轻资产运营模式下融资方式的选择与企业成长性之间的关系，期望能够给予行业内其他企业一些经验和建议。

本文的研究具有重要的理论意义和实践意义：

1. 理论意义。近年来众多企业纷纷开始轻资产化转型，轻资产运营模式备受各行各业关注，众多学者也对此方面开展了广泛且深入的研究。然而，轻资产运营在给企业带来新型经营模式红利的同时，该运营模式下可抵押资产份额少、信用担保体系不完善、直接融资机制不畅通等弊端也为企业融资带来一定的不利影响。轻资产企业为了进一步加大对市场资金的利用，提高自身配置效率，陆续开始对传统的融资方式进行改革优化，同时也加速开拓新的融资渠道，从而实现企业融资结构的多元化。本选题首先在广泛吸收相关理论和方法的基础上，对轻资产运营方式的特点和优势进行总结；其次，以轻资产企业特征为出发点，探究轻资产运营模式下企业融资方式的偏好和独特的融资结构，进而分析该融资特征对企业成长和企业价值的影响。因此，本文的研究有助于丰富和补充我国医药制造业轻资产化相关文献，并为轻资产企业融资提供相关的参考和借鉴。

2. 实践意义。我国医药制造业经过近千年的存续发展，尤其是受到改革开放浪潮的洗礼之后，在当前经济市场化改革进程中始终走在创新发展前列，并在行业内已经形成了一套自有的发展模式和产业链市场。不论是中华老字号品牌还是新起之秀，部分医药制造类企业能够在竞争激烈的医药市场的得以生存，绝不仅仅依靠外在市场环境的优化和发展，更重要的是这些企业能够及时适应变化，为自身长远发展选择最适合的发展模式。恒瑞医药的现代化企业制度自 20 世纪末成立以来，不断进行医药现代化市场改革，及时融合现代科技转变企业运营模式，成功跻身成为行业榜首，其在轻资产化转型过程中获得了显著成功。因此，本文

以江苏恒瑞医药责任有限公司作为医药制造业行业代表,探究轻资产类医药制造企业成长过程中的融资经验和教训,具有一定的代表性的可实践性,有助于为同类企业融资方式优化、创新融资渠道、拓展企业资金池提供相应的借鉴和学习。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 关于轻资产的研究

#### 1.轻资产的界定

相对而言,从轻资产所涵盖的范围进行划分,可以将“轻资产”分成广义和狭义两类。广义的“轻资产”可以认为是企业总资产中占比相对较少、且规模比例较小的那部分资产;而狭义的“轻资产”便是当前学术界广泛认可和运用的概念,尤其排除了那些需要大规模投融资构建的固定资产,如生产厂房、生产线设备等等,具体可以分类概括为企业的运营经验、流程管理、核心技术、企业文化、企业品牌、客户关系、人力资源等(孙黎、朱武祥,2011)。众多轻资产是不能用实物来具体指代的,却拥有极高的内在价值,属于软实力的范畴,要实现该类资产的价值就需要企业的长期投资和积累(戴天婧,张茹,汤谷良,2012)。

#### 2.轻资产运营模式

20世纪80年代,互联网时代的来临加快了各行各业改革优化的步伐。网络知识时代架构孕育了互联网经济,麦肯锡咨询管理公司通过对当时的企业经营行为进行观察和研究,最早提出了“轻资产运营模式”这一概念。

轻资产运营模作为一种内部引导机制,不仅注重对知识资本的掌握,也十分看重对人力资源和财务资源的利用,从而能够形成帮助企业提高价值创造能力、赚取超额利润、引领行业发展的重要发展战略(王志波,李长洪,2015)。随着时代的发展,企业资本所蕴含的内容已经悄然变化,当代的“资本”除去传统意义上的实物资本和货币资本,知识资本开始变得越来越重要,并且开始在企业资本结构中占据了十分重要的地位(李云帆,2013)。轻资产运营战略正是为了适应知识经济时代背景要求,对企业资本结构展开了全面洗牌,并通过实施价值驱动型的新型资本运营战略,对企业的可持续发展产生更有利的影响(周泽将,邹冰清,李鼎,2020)。

经过大量的分析和研究，学术界将轻资产运营模式分为两种主流形式：一种是为了大规模降低固定资产的资金成本和管理成本，企业会选择跨企业、跨行业合作的方式将生产线部分或全部外包，该类运营方式可以借鉴 IBM 公司、NIKE 公司等等。另一类是企业通过成功的品牌管理和成熟的运营理念，利用知识、经验和文化输出实现企业扩张，例如可口可乐公司和肯德基公司。（汤谷良、高原，2016）。可以发现，无论是哪一种形式，轻资产盈利模式都十分重视对高附加值环节的把控和对无形资产的运用，进而充分利用内外部竞争优势来弥补企业自身发展所面临的资源缺陷，使企业资金投入的效率达到最高，为企业带来最大利润（刘爽，王军辉，刘玉锁，2014）。

## 1.2.2 关于企业融资方式的研究

### （一）国外关于融资方式的研究

#### 1.早期融资理论

早期资本结构理论体系由 David Durand 于 1952 年提出，该理论基于一系列假设条件，将传统资本结构理论划分为净收益理论、净营运收益理论和传统折衷理论三种类型。该理论为后来的资本结构理论发展做出了前瞻性的贡献。

净收益理论是早期资本结构理论的一个极端，直接忽略了财务风险的负面影响。该理论基于企业融资方式不受限制这一理想假设，认为企业可以通过负债来降低资本成本，并且负债程度越高，企业价值越大，成长能力越强，即高负债率能够加快企业成长速度。

净营运收益理论则是另一极端理论，因过度夸大了财务风险而否定了企业资本结构与企业价值和企业成长性之间的联系。该理论认为虽然债务率在扩大财务杠杆正效益的同时，也会相应增大权益资本的风险，导致权益资本成本上升，致使二者的正负效益相抵消。

最后，传统折衷理论则基于上述两者之间，同时考虑了财务杠杆效应和风险效应，认为谨慎的债务融资不会增加企业的融资风险，以此为前提存在一个适度债务融资率，使得企业达到最佳融资结构，基于该融资结构比例的企业也会实现更高效地成长。

#### 2.现代融资结构理论

当代的企业融资结构理论研究都是基于 Modigliani 和 Miller 于 1958 年提出的 MM 定理。该定理以企业价值最大化为出发点和落脚点对企业的融资模式展开研究讨论,进而寻找特定的融资条件使企业实现战略目标。自此,企业资本结构理论的研究开始迅速发展。

20 世纪 70 年代,以 Robichek、Mayers 和 Rubinstein 等为代表的学者们提出了修正后的 MM 模型。这些学者从市场信息不充分角度出发,客观地提出了原始 MM 定理的假设缺陷,即该理论只有在完美市场条件下才能够成立,但现实企业和经济市场显然是不完美和不完全的,尤其是企业税收和破产成本的存在。1991 年, Harris and Raviv 也发现了当时 MM 定理的缺点和不足,并开始对 MM 理论进行修正,尝试寻找更加现实的假设条件,再通过均衡各种融资方式最优化企业的融资结构。修正 MM 定理的主要观点认为,存在企业税收的情况下,企业负债对企业价值和融资成本的影响结果相反:企业价值会随着负债的增加而增加,而融资成本会随着负债的增加而减少,如果企业拥有 100% 的负债率,企业价值也达到最大,而融资成本则可能完全不存在。因此,修正 MM 定理主张企业融资全部来源于负债。

### 3. 新融资结构理论

自 MM 定理最初提出并不断发展完善,原始 MM 定理的许多假设条件已经逐渐被放宽,但充分信息这一假设依旧被沿用而未被放松。20 世纪后期,信息不对称理论的提出为众多不完美资本市场新模型的研究奠定了良好的开端。自此,融资结构理论研究被推入了新的研究阶段,以信息不对称为中心的资本结构研究实现了质的飞跃,形成新融资结构理论体系,包括代理理论、信号传递理论、融资优序理论、控制权理论和企业生命周期理论等等。

1976 年, Jensen 和 Meckling 首次将委托代理关系引入到资本结构分析框架中,提出了委托代理理论,并将委托代理成本视为决定企业所有权结构的关键因素。企业经营者和投资者之间的委托—代理关系加重了二者的信息不对称程度,致使二者的利益目标差异更大,进而导致了一系列的委托代理成本问题。20 世纪 70 年代开始,以 Pettit、Miller、Alex Kane 等为首的学者也引入非对称信息相关研究,发现企业融资结构作为公开的价值信号,是企业向市场和投资者传递信息的有效渠道,能够在一定程度上缓解信息不对称带来的负面影响。随后,学者

们进一步放宽了 MM 理论的前提条件，提出了融资优序理论，该理论认为不同的融资方式所包含的信息和价值差异明显，且由此产生的融资成本也具有显著高低区分。企业的融资决策应该以成本最小化为首要原则，依次选择内源融资、债务融资、股权融资，这样才能间接提高企业的盈利能力，促进企业成长。20 世纪 70 年代，Weston 和 Brigham 根据企业存续期对融资决策特征展开研究，提出了企业融资的生命周期理论。一般而言，新建的企业规模小且信息不透明，多依赖内部融资或天使融资，随着企业逐步发展，尤其会对融资需求产生明显变化，规模的扩张和信息的可得性增加使得企业逐渐开始外部融资。企业生命周期理论为资本结构理论研究开辟了新的研究角度，得到了学者们的普遍认可和支持。到了 20 世纪 80 年代后期，资本结构理论研究也开始关注公司控制权对企业融资结构的影响，资本结构控制权假定企业的管理者对企业控制权存在一定的偏好，并以控制权的最优配置为主要目标，以此调整企业融资结构间接影响控制权，进而作用于企业价值。

总体来说，经过长期的发展，西方现代企业的融资结构理论已经发展成为一个比较成熟的理论，并且具有深远的现实指导意义，能够对企业融资过程中的不同行为进行较为全面的解释，为我国企业融资行为的研究起到了良好的引导和借鉴作用。

## （二）国内关于企业融资方式的研究

在西方研究成果的基础上，我国的经济学家也对企业的融资方式展开了广泛而深刻的研究。随着我国市场经济体制的不断完善和发展，国内企业拥有了多种资金供给渠道的、集合性质的金融市场，并且可以根据自身所处环境选择高效的融资渠道，凭借最合理的融资结构实现市场价值的最大化。多元化的融资渠道加快了社会储蓄向投资的转化，有利于金融体制深化和投融资体制改革，为企业形成合理融资结构和建立有效治理结构创造了更好的市场条件（张昌彩，1998）。从传统角度或一般概念上来讲，企业的融资方式可分为直接融资和间接融资，具体又可分为政府融资、银行融资和证券融资等等（赵蓓文，2001）。不同国家、地区和不同发展阶段下企业的融资决策各不相同，不同的融资选择会间接促进当地的融资制度的发展（唐国正，刘力，2006）。

当前国内的相关研究大都采纳了西方学者的研究成果，并借助现实企业展开

验证。林毅夫和李永军（2001）指出，当企业内部积累难以满足全部资金需求时，选择外部融资作为补充是十分有必要的，但是企业应该选择何种外源融资方式受到多方面因素影响，尤其是信息不对称所导致的道德风险和逆向选择问题。张捷和王霄（2002）基于美、中两国企业在不同发展阶段下融资结构的对比发现，现实中企业的融资行为基本会遵循融资优序理论，并且随着企业的成长和上市，融资需求会不断扩大，外源融资成为了有效的弥补方式；同时，上市公司在步入成熟期之后，其融资行为既表现出与经典理论相符的一面，也具有更加突出的“股权融资偏好”的特征。郭斌（2003）考虑到不同国家之间存在政治、经济和制度等各方面的差异，从制度环境角度出发研究了影响企业融资方式选择的因素，发现处于不同经济环境下的企业所受到的资金成本、收益率、风险及税收等各个因素的影响程度明显不同。陈晓红和刘剑（2006）也利用大量数据用实证研究检验了我国中小企业处于不同发展阶段的融资制度，发现该类企业的融资结构会随着企业生命成长阶段的不同而呈现周期变化趋势。此外，徐明和刘金山（2017）从技术创新对金融的需求这一角度研究了不同融资结构对企业技术创新的影响机制，从而最大化金融体系效率。

### 1.2.3 关于轻资产企业融资的研究

#### 1.轻资产企业融资困境

轻资产企业具有固定资产占比较低、经营方式灵活、市场应变能力强等典型特征，成为国内外众多企业的转型目标（刘闲月，林峰，孙锐，2012）。然而，固定资产所占比重偏低的特征很难适应当前我国的抵押信贷制度，这导致了轻资产企业普遍面临着融资难题（郭蕾，2019）。苏植权和方秀文(2007)、鲍静海和张会玲(2010)的研究都认为轻资产企业主要依靠无形资产运营，但当前的无形资产的价值计量和评定依旧缺乏统一性和标准性；同时该类企业阶段性研发活动密集，资金需求频繁，而研发周期长、风险大，所以商业银行为了规避风险、减少管理成本而不愿意给轻资产企业发放贷款。姜军（2020）分别根据轻资产企业的特征从信息不对称和抵押品缺乏、估值难、变现难几个方面对轻资产企业融资困境的成因进行分析。黄昊和王莎莉(2011)通过研究发现，初期的轻资产企业存在很多商业银行或其他金融机构所忌讳的弊端，例如技术水平尚未获取市场认可、



经营业绩不稳定、营业收入有限等；此外，若企业缺乏持续稳定的经营能力，那么留存收益很难满足研发生产活动的需要，再加上外源融资也受制于多方不利条件的影响，最终会增加外部经济主体提供资金的风险，使企业很难获得外源资金支持。

## 2.轻资产企业融资探索

面对轻资产运营模式带来的机遇和挑战，企业纷纷借助数字经济和互联网发展的红利，积极开展当前市场经济环境下融资创新活动，及时调整企业资金池架构，从而适应新兴的企业运营模式。

Davis (2000)对日本轻资产企业相关数据分析研究后发现，在商业银行系统发达的日本，大部分银行或其他金融机构能够发挥融资中介作用帮助政府或企业开展项目融资。除此之外，民间金融机构会基于无形资产抵押制度为轻资产类企业进行投融资，或者通过无形资产证券化为其提供经营资金。Stephen (2007)基于美国轻资产企业数据，认为较为完善的金融市场促进了轻资产企业的健康发展，金融市场管理和监督机构能够通过制定政策制度正确地引导轻资产企业成功展开融资活动。Choi YoungHO(2001)则认为韩国的轻资产企业拥有多元化和高效化的融资渠道，不但能够像日本那样依靠政府融入资金，也能学习利用一些市场资本获取资金支持。徐光伟和王卫星(2013)研究认为轻资产企业可以通过持续多元化融资渠道来降低企业融资成本，除了内源融资之外，企业可以凭借长期发展所积累的市场公信力和品牌影响力从金融市场获得证券化的融资工具。李京和穆瑞(2015)研究发现，部分企业将订单业务创新为一种融资方式，能够化解轻资产企业融资时所面临的部分制约和限制。此外，学者们也指出，政府能够通过出台相关的政策与制度为轻资产企业解决部分融资难题，但这需要建立相对完善的投融资监管制度和良好的市场运行环境。

### 1.2.4. 关于融资方式与企业成长的研究

通过对已有文献研究发现，许多经济学家依据成熟理论和模型，通过实证研究和企业数据验证了企业融资方式和成长之间的关系，主要形成了以下三种主流思想：正相关、负相关和无相关性。

1.正相关。Ross (1977) 研究发现，企业价值实现的可能性与负债股权比例

正相关,破产损失风险的存在促使管理人员为追求自身利益和效用最大化而尽可能减少债务融资决策,进而降低企业经营和破产成本的期望值。Masul(1983)的实证检验表明,企业负债能够通过杠杆效应对公司股票和企业绩效都产生积极的影响。Jensen(1986)思想则与代理理论之间存在相似,管理者和投资者之间信息鸿沟的存在和管理者对自由现金流的高度自由支配权导致了部分投资资金的浪费,但企业债务还本付息刚性能够通过管理层产生一定的制约而降低其过度投资的冲动,从而能够提高公司的经营效率。Rajan、Zingles、Demirguc-Kunt和 Maksimovi 于 1998 年利用企业融资计划模型证明了地区金融发展程度与企业成长之间的关系,研究发现对于金融发达国家企业而言,外源融资对企业成长率的促进作用更加显著,且外源融资依赖度高的行业发展速度也更快。国内经济学家沈坤荣(2003)通过讨论分析中国企业的外源融资现状,指出企业负债能够提高企业的生产效率,并且进一步推动企业成长。汪辉(2003)以 1998-2000 年间的 A 股企业数据为研究样本,发现公司负债能够在一定程度上促进企业的发展,债务融资主要通过对 Tobin Q、净资产收益率以及市净率产生积极的促进作用,进而间接对公司治理、运营和营收都产生正面效应。孔爱国和薛光熠(2005)研究发现股票市场会对企业的资本结构产生影响,但这种作用只有在一年期内才会明显,而高于三年这种影响就会减弱。

2.负相关。Rajian 和 Zingales、Chaplinsky 和 Niehaus(1998)等的研究均发现企业成长性与融资结构负相关,但在统计上不显著。林毅夫、李永军(2001)通过对中小企业融资状况的考察指出,我国以大银行为主的高度集中的银行体制不适应中小企业的发展,为解决这一问题必须大力发展中小金融机构。谈儒勇(2001)研究中国乡镇企业外源融资与企业成长之间的关系,认为以银行信贷为主要形式的融资支持与企业资产增长率之间有显著的负相关关系,但与乡镇企业营业收入之间的关系不显著。李映照(2005)和袁源(2008)通过实证研究发现公司债权债务治理具有无效性,因此增大债务融资或债券融资对企业的负面影响会大于杠杆效应带来的红利,因此债务融资与企业成长呈负相关。

3.无相关性。Titman 和 Wessels(1988)在研究公司融资结构时,认为成长期的公司拥有更多的远期投资机会,通过线性结构方法分析之后却发现负债比率的高低并不会对企业成长性之间构成反向关系。Macey 和 Miller(1995)通过对

多个国家的商业银行治理结构进行比较研究发现,强大的银行体系能够在一定程度上避免股东承担风险,但是会将这些风险最终转移到其他市场主体身上,社会整体利益依旧会产生损失,资本市场的运行也会产生不确定性波动,而企业的绩效与融资结构之间并不存在很强的相关性,管理者无法通过优化融资方式避免风险和降低成本,更不能对企业成长产生促进作用。洪锡熙和沈艺峰(2000)也通过对影响我国上市公司融资结构的主要因素展开理论和实证研究,表明公司的成长性并不会受到融资结构变化的影响。

### 1.2.5. 国内外文献评述

综上所述,国内外学者对轻资产运营模式以及企业的融资方式和成长性都做了大量的研究,取得了较多的学术成果。一方面,轻资产运营模式给企业带来的生存方式革命迫使企业不再拘泥于原始单调的融资渠道,而是转向了更加多元化的融资方式和多层次的融资结构,这构成了现代企业的典型融资特征。另一方面,部分学者基于企业成长角度研究了融资结构与企业成长之间的关系,分析了企业选择不同融资方式下的成长性和发展差异。然而,现有的研究结论并不统一,不同的融资方式形成的融资结构差异会对企业的成长产生了不同的效应。

但已有的研究仍然存在需要完善之处。第一,虽然已有少部分学者对轻资产企业展开了一定程度的探讨,但更多的是偏向于轻资产企业绩效的相关研究,直接从轻资产运营模式角度入手讨论融资问题的文献少之又少,研究轻资产运营模式下企业的融资差异和成长性差异的文献几乎空白。这可能是源于我国轻资产运营模式还处于扩张阶段的前期,同时市场经济也处于转轨阶段,因此轻资产运营模式下的企业并未具有成熟完善的模式结构,还需要不断地调整和改进以适应当前的经济发展现状。第二,通过查阅当前已有文献可以发现,虽然有学者对轻资产运营模式和轻资产企业的展开了广泛的讨论,并且选取具有一定代表性的高科技企业,或者近年来开始转型的房地产行业作为典型进行了案例分析,但大部分都是从会计的角度出发,并没有从经济金融这一根本原因展开过深层次分析。

鉴于此,本文以江苏恒瑞医药有限责任公司为例,将轻资产运营模式视为研究切入点,分析讨论该经营模式下企业成长性的具体表现和融资结构特征,并研究了二者之间的内在机理联系,由此得出结论并提出相应的建议。本文的研究主要

基于恒瑞医药的公司年报，数据来源具有一定的可靠性和真实性，因此本文的研究能够对后续的相关研究提供一定的帮助。

## 1.3 研究内容与方法

### 1.3.1 研究内容

本文基于现实背景提出研究的选题和方向，从轻资产运营模式的角度对企业不同成长阶段下的融资方式展开具体的分析，主要讨论在轻资产运营模式下，企业融资方式选择对企业成长的影响，以及二者所呈现出的趋势特征。本文共分为四个章节展开：第一章是引言，对选题的背景及意义、相关研究的文献整理、研究方法和内容，以及本文的创新与不足进行了阐述；第二章是相关理论分析，在对轻资产理论、轻资产企业成长理论与融资方式理论进行回顾之后，对不同融资方式对轻资产企业成长的影响机制展开了详细的分析；第三章是案例分析，首先介绍了江苏恒瑞医药有限责任公司的企业概况和背景，其次利用企业数据对该企业不同成长发展阶段的融资选择偏好和成长表现进行具体的描述和总结；第四章是本案例研究的结论与启示，本章对全文的研究进行了总结，结合案例研究结论对轻资产运营模式下的企业发展和规划提出了建设性的意见和建议。

### 1.3.2 研究方法

本文在对轻资产运营模式下企业的融资方式选择对成长性影响的理论机制分析的基础上，主要采取案例分析的研究方式，选取典型的轻资产类企业展开数据分析和总结，对前文的理论分析结论进行了验证。通过对理论研究和案例分析的有机结合与运用，达成了本文的研究目的。

## 1.4 论文创新点

本文旨在考察企业在轻资产运营模式下，融资方式选择对企业成长性的影响。在理论分析方面，除了对相关的研究进行回顾和总结之外，也对融资方式影响企业成长的渠道和机制也展开了具体讨论，为后文中案例分析研究提供了有力

支撑；同时，本文以典型企业为例进一步探究企业在不同发展阶段下的融资方式选择与成长性的特征与趋势，使本文的研究结论更加实际可靠。目前，以轻资产企业为主要对象探讨融资方式对企业成长性的研究较少，因此本文的研究也具有一定的新颖性。

## 2 相关理论分析

### 2.1 轻资产相关理论

#### 2.1.1 轻资产运营模式

轻资产是相对于固定资产、厂房、生产线等可以在短期内通过大规模投资或外购等方式构建的重资产而言的。轻资产运营模式以技术、品牌、知识等轻资产资源作为企业长期投资和积累的关键，倚重技术创新和研发，主导企业向精细化和高效化的运营战略转变，追求价值驱动代替资本驱动，从而避免企业提早进入衰退期或直接被市场淘汰。（汤谷良，高原，2016）。

#### 2.1.2 轻资产模式典型特征

##### 1. 轻资产运营倚重无形资产

轻资产企业在运营过程中所倚重的并不全是厂房、设备等有形资本，而是主要关注品牌、技术、管理、文化之类的无形资产。首先，核心技术的研发是塑造企业核心竞争力的重要支柱。科技是第一生产力，技术专利和知识产权之类的无形资产能够提升企业的价值创新能力，这是企业降低产品的可替代性、维持竞争优势和可持续发展的关键。其次，人力资本也是被当今世界企业经营管理所承认的重要无形资产之一。从当今趋势看，不论是本土企业还是跨国公司，企业管理都愈来愈倚重于这类相对稀缺的无形资产，优秀的管理层和人才培养系统是吸引更多的投资者和消费者的重要名片。此外，轻资产运营注重品牌引领和客户关系导向。品牌是企业长期发展沉淀的最优质“产品”，是竞争力最强、盈利能力最大、最稀缺和最有价值的轻资产。因此，品牌营销也成为了轻资产运营的核心和旗帜。

##### 2. 轻资产运营紧扣高附加值环节

轻资产运营的中心思想是尽可能减少低产出项目的相关费用，将非核心业务出售或外包出去，并集中资源于高附加值的核心领域，形成紧扣企业核心优势和相对优势的发展战略规划，利用企业核心技术实现高资本回报率，达到企业高效

成长的重要目标。根据微笑曲线理论，产业可划分为研发设计、生产制造和营销服务三个环节，但是生产制造环节基本不会产生利润和效益，因此只有企业将发展重心放在上下游高附加值环节，才能获得更大发展潜力的可能性，从而实现可持续高质量发展。该理论在一定程度上诠释了企业轻资产运营模式的动因和可行性，也为企业未来发展重心和战略选择提供了方向，使企业更具有竞争优势，为企业创造更大的价值。正是以微笑曲线理论为基础，轻资产运营模式借助企业自身比较优势，聚焦核心优势，只保留高附加值环节，进一步促进了配置资源的合理化，提高了生产效率，使企业获得更高的利润。

### 3. 轻资产运营节约交易成本

交易成本是企业市场机制或经济制度下成长发展所必须支出的费用。由于决策的有限理性、未来的不确定性、机会主义和套牢问题等因素的存在，市场主体在展开交易活动时会产生高昂的交易费用。从交易费用的角度来看，轻资产企业将非核心业务外包的一系列举措本质上是将企业视为了可以代替市场的新资源配置机制，当企业内部组织费用高于市场交易费用时，企业便会选择轻资产模式剔除低附加值环节来降低市场交易成本。因此，轻资产企业可以基于层级组织的指挥性、命令性和服从性对市场机制的随机性和不确定性进行弥补，降低机会主义和套牢问题带来的不利风险，从而保证了资源配置的合理性和有效性，在一定程度上节约了企业生存的交易成本。

## 2.2 轻资产企业成长与融资方式相关理论

### 2.2.1 企业成长的界定

经济学界从多角度对企业成长展开了广泛且深入的研究，总体而言，企业成长包括了广义和狭义两层含义。广义上来讲，企业成长是企业整体价值增值能力的提升，是企业在激烈的市场竞争环境中生存能力的高低，也是企业综合能力和可持续发展能力的持续增强。狭义上而言，企业成长是企业规模扩张和效益提升的过程，具体可以通过企业总资产增长率、主营业务增长率、净利润增长率等多个指标来衡量。本文对轻企业成长的理解也较为全面，将分别从成长潜力、盈利能力和运营能力这三个角度从“质”和“量”两个纬度对企业的成长展开讨论和

分析。

## 2.2.2 轻资产企业的成长机制

轻资产运营模式通过促进研发和营销这两个高附加值环节促进了企业的成长。根据“微笑曲线”理论，企业在轻资产运营模式下普遍会将低附加值的生产环节交给上下游企业或关联方，而将研发和营销这类关键的高附加值环节保留，这样才能尽可能的减少固定资产投资，增大轻资产的杠杆效益。研发和营销环节作为轻资产企业的核心战略投资，二者能够合力引导企业高效利用资源，培育和发展优质产品和服务，最终促使企业形成核心竞争力，提高企业的成长性。

### 1. 研发创新促进企业成长

在知识与技术飞速发展的互联网经济时代，研发和创新能力已成为了推动企业成长的重要因素。革新技术和创造知识打破了企业从外部环境获取新技术的壁垒，这种内部的不断更新能够帮助企业在市场上优先形成竞争优势，推动企业就业和销售能力进一步提升，对企业成长产生正向效应。倚重研发的轻资产企业属于知识密集型企业，这必然使其研发投入与企业成长存在密切的相关性。众多学者考虑到轻资产企业发展的多方面因素之后，发现研发投入和自主创新能力尤其对知识密集型的高科技类轻资产企业成长能产生显著的促进作用，这进一步印证了研发和创新对轻资产企业成长的重要性。

### 2. 营销活动促进企业成长

随着时代的发展和行业的更新迭代，企业成长发展的关注点不再局限于产品本身，而是向产品运营的下游方向拓展延伸，包括产品上市、物流管控、质量监管以及售后服务等，这些环节可以统一归纳到销售环节。轻资产运营模式下，企业通过营销可以利用信息传播功能加强品牌效应，提高客户对产品的依赖度和忠诚度。此外，营销投入的增加还能够使企业通过深入研究市场，建立一套新的市场认知，提高产品营销技巧，降低产品和服务的可替代性，这样就能够在激烈的竞争中抢占市场份额，真正提高企业营销投入的使用效率，从而提高企业的成长能力和存续能力。



## 2.2.3 轻资产企业的融资方式

对于轻资产企业而言,选择一个合理的融资方式并优化配置各类融资方式的筹资比例,是企业不得不面临的现实问题,也是优化产权结构和完善治理结构的有效渠道。当前金融市场繁荣发展,轻资产类企业能够通过广泛的途径和多元化的方式满足自身的融资需求,不仅可以通过自身积累满足发展需要,还可以向金融机构借贷,也可以采取上市发行股票或非上市的股权融资,或者选择发行债券的债权融资方式等等。本文根据企业资金来源的不同,将轻资产企业的融资方式区分为内源融资和外源融资。

1.内源融资。内源融资的资金主要来源于企业的股东、业主或者职工,通常以内部债务或者内部股权的形式在企业生产经营过程中展现,是满足其日常经营或者扩大再生产的主要资金来源,具有稳定性、自主性、低成本等特点。因此,多方面优势使得内源融资成为企业融资战略中的首选融资方式,

2.外源融资。外源融资是内源融资的有效补充,企业会在确保融资环境安全的前提下,通过直接或间接的方式从金融市场获取资金。外源融资的方式一般可划分为有股权融资、债务融资和政策性融资,金融市场中最常见的就是前两种。多种外源融资方式既可以多方位满足企业长期或短期的资金需要,是企业重要的资金来源。

## 2.3 融资方式影响轻资产企业成长的机制分析

### 2.3.2 内源融资方式对轻资产企业成长的影响机制

#### 1. 降低融资成本

根据融资优序理论,轻资产企业考虑到融资成本对成长性的影响,在选择具体的融资方式时首先会考虑到融资成本的差异,并遵循内源融资—债权融资—股权融资的融资顺序。一方面,内源性融资使用具有无偿性和便捷性,企业无需向外界支付费用便可以自主使用,可以直接减免部分资本成本;另一方面,企业采用内源融资也能够避免信息不对称所带来的道德风险成本和逆向选择成本,从而降低整体代理成本,因此,内源融资的融资成本三种融资方式之中最低的,不论

轻资产企业处于哪一成长阶段，其融资方式的选择都会遵循融资优序理论，呈现出内源融资偏好的典型特征。

## 2. 促进创新研发

创新研发活动时轻资产企业高效成长的关键。基于轻资产特征，企业在长期发展中需要不断加大研发投入才能获得高回报率，这就要求企业始终保持灵活的资金周转能力和较低的财务杠杆。相较于债务融资和股权融资，一方面，提高内源融资比例能够满足轻资产企业低负债率和高现金流的财务需求，为研发创新活动提供稳定高质量的资金来源；另一方面，内源融资作为自有资金能够大大提升企业资金使用的自主支配能力，将更多的资金投入的核心技术和专长方面，减少低效率资本开支，优先使企业的主营业务和市场竞争力得到保障，提高企业的可持续性发展能力。因此，内源融资能够通过加大对研发的投入而对轻资产企业成长产生积极的影响。

## 3. 缓解抵押难题

对于起步发展的轻资产企业而言，企业资本大多以知识资本的形式体现，创新研发也处于初期，还未建立核心竞争优势，市场风险评估较高，可用于抵押资产也相对较少。而信贷融资要求企业提供较高价值或者灵活变现能力的有形资产做抵押，因此，该阶段的轻资产企业想要通过信贷融资方式，依靠金融机构获取外部融资的困难系数较大，最有可能实现的便是凭借内部融资推动企业成长。随着轻资产企业发展到成长期和成熟期之后，企业的市场份额不断扩大，独占性资源和技术壁垒形成了企业独特的竞争优势。此时，企业的未来发展已经得到市场认可，稳定的营业收入为内源融资提供了充足的资金保障，信贷融资需求大大降低。

## 2.3.3 债务融资方式对轻资产企业成长的影响机制

### 1. 税盾效应

税盾效应的核心是公司税，引入公司税的 MM 定理完美的解释了该效应的作用原理。含公司税的 MM 定理认为，基于利息和股利的支付顺序，考虑公司税之后的负债企业会因优先支付利息而抵减应纳税额，达到合理避税的目的，即负债企业具有显著的税盾效应。1976 年，米勒将个人所得税也引入 MM 定理，

指出当存在个人税因素时, 负债企业公司税所带来的节税效应会因个人税而被打折扣。但总体而言, 公司税和个人税综合产生的节税效应能够帮助企业减少融资成本, 为企业带来更大的收益, 对企业的成长产生一定的促进作用。

## 2. 信息传递效应

现实金融市场中的信息传递并不是完全畅通的, 企业的经理人和投资者各自所掌握的企业信息并不对等, 显而易见, 经理人作为内部人员比投资者更加了解企业成长发展过程的内部信息, 并且更熟悉企业经营过程中的利益和风险分布情况。在信息不对称前提下, 企业如何采取适当的方法向市场和投资者传递企业价值相关信息, 从而影响投资者决策, 其中最有效的信息传递方式就是企业融资结构。企业的筹资结构可被看作内部信息外化的一种典型表现, 企业债务融资比例的高低也传达出企业财务风险和破产风险的大小。因此, 相比较而言低水平的债务融资比例向市场传达了企业整体经营稳定、资金周转能力较强、破产风险小的利好消息, 企业短期内会保持健康稳定的成长趋势。

## 3. 抑制研发投入

国内外大量学者研究发现, 高比例债务融资会对企业的研发创新活动产生抑制作用, 进而对轻资产企业的成长产生不利影响。由于轻资产企业的研发创新活动具有典型的长周期性、不可逆性和不确定性, 因此需要持续保持一定比例的研发投入才能提高成功的概率, 但是这也会直接增大企业的投资风险, 影响到企业的收益和成长。此时, 如果继续增加负债融资的比例会加大经营者的盈利压力, 对他们的管理能力提出了更高的要求, 也会间接降低他们对创新研发活动的积极性, 进而缩减对该类活动的投资。此外, 债权人出于研发风险考虑, 也会提出较高的利息费用作为可能的风险补偿, 这会在一定程度上直接提高企业的融资成本。因此, 轻资产运营模式下, 为了保障企业的创新研发活动能够持续展开, 并降低融资成本, 一般会降低债务融资的比例, 进而形成良好的发展前景。

## 2.3.4 股权融资方式对轻资产企业成长的影响机制

### 1. 高成本效应

相较于债权融资, 股权融资由于显性筹资成本、代理成本和控制权成本会对轻资产企业的后期成长产生更多的不利影响。股权融资的显性成本是包括资本的

使用成本和中介费用。股票的高风险高收益意味着企业要想获得较大的融资额，也需要付出更多的资本使用成本，同时企业为了股票成功发行也需要支付给金融机构部分中介费用，这些都增加了企业的融资成本。此外，提高股权融资比例容易加大股东和管理层之间的信息不对称性，管理层往往会忽视股东的利益和企业的长远发展，而做出更有利于自己的经营决策，这后导致股东代理成本的增加。最后，基于融资契约所产生的控制权会因为股权融资比例的改变而发生调整，股权融资比例的提高会使控制权复杂化而产生过度投资、决策短期化或非法侵吞利益等控制权成本。因此，轻资产企业为了降低各类融资成本，一般会保持极低的股权融资比例。

## 2. 低效投资效应

低效投资效应主要反映了复杂的股权结构容易导致轻资产企业产生盲目性投资问题，即高比例的股权融资一般不会对轻资产企业的成长产生显著的促进作用。大比例的权益资本和复杂的股东结构的存在会滋生企业的经营者的“惰性”，常常会在缺乏科学有效分析的前提下将资金投放到陌生的领域中，这会对轻资产企业的核心业务造成可能的不利影响。如果轻资产企业减少了对高附加值的研发和营销环节的投入资金，而将资金都投入到其他与核心业务无关的环节中，会直接导致资金的利用效率明显下降。另外，股东之间复杂的利益牵扯容易使企业投资产生混乱性，进而会对企业核心竞争力产生威胁。因此，即使上市的轻资产企业会选择股权融资，也会产生公司股权融资率和股利支付率“双低”的现象。

## 2.3.5 总结

通过对融资方式影响轻资产企业成长的理论机制展开具体讨论，可以发现内源融资在降低融资成本、促进创新研发以及缓解融资难题方面都具有显著的优势，能够对轻资产企业的成长产生积极的促进作用。而债权融资和股权融资作为企业内源融资的补充，虽然可以缓解融资难题，但是都会对轻资产运营模式产生或多或少的负面影响，尤其会作用于研发创新活动来抑制企业的成长发展。因此可以认为，轻资产运营模式下，企业为了提升研发能力并推动企业高质量健康成长，在融资方式上会按照内源融资-债务融资-股权融资的融资顺序，并且内源融资比例较高。

## 3 江苏恒瑞医药案例分析

### 3.1 恒瑞医药企业简介

#### 3.1.1 企业概况

江苏恒瑞医药股份有限公司（下文简称“恒瑞医药”）创立于1970年，并于2000年在上海证券交易所上市，是一家从事医药创新、高品质药品研发、药品生产和推广的国内最具研发能力的抗肿瘤药技术创新产学研联盟牵头单位。公司致力于创新和发展抗肿瘤药物、造影剂、内分泌药物、心血管药物和麻醉等领域，拥有当前国内最大的抗肿瘤药物生产基地，其抗肿瘤药物销量居国内医药企业首位。企业同时建有国家靶向药物工程技术研究中心和博士后科研工作站，是国内最具研发能力的医药创新企业。

在市场竞争实践过程中，恒瑞医药始终秉承“科研为本，创造健康生活”理念，专注于打造自身核心竞争力。创立之初，企业就将产品定位于肿瘤药品市场，从创立之初技术含量低、竞争压力大的原料药市场，到以仿制药制造生产为主导方向，随后为了更好地研制仿制类药，先后建立三个研发中心和一个临床医学系，不断改进企业的创新体系和研发技术。目前，公司已累计申请国内发明专利894项，拥有国内有效授权发明专利201项，欧美日等国外授权专利286项，已获得专有核心技术获得国家科技进步二等奖2项，中国专利金奖1项。自2000年企业上市之后，恒瑞医药依靠自身研发能力于2011年将创新药“艾瑞昔布”成功推向市场，自此企业开始步入创新时代，并成功转型成为研发创新药物驱动型企业，也是国内最早由仿制药转型创新药的企业。

#### 3.1.2 经营状况

##### 1. 企业规模

恒瑞医药自上市以来凭借其在肿瘤药、麻醉剂、造影剂上所积累的强大影响力，以及自身卓越的创新研发能力，于二十年内从一家仿制药企业快速成长为中国医药化学制造业的领军企业，并打入国际市场与国外药企比拼实力。目前，恒

瑞医药总市值已经高达 5400 亿，位居医药行业榜首，在中国现代医药制造业中具有标杆地位。由图 3.1 和图 3.2 可以发现，自 2000 年上市以来，企业营业收入和归属母公司所有者净利润逐年稳步提升，增速明显，至 2019 年底，企业营业收入达到 232.89 亿元，同比增长 33.70%；企业归属母公司所有者净利润为 53.28 亿元，比上年同期增长了 31.07%，发展势头迅猛。

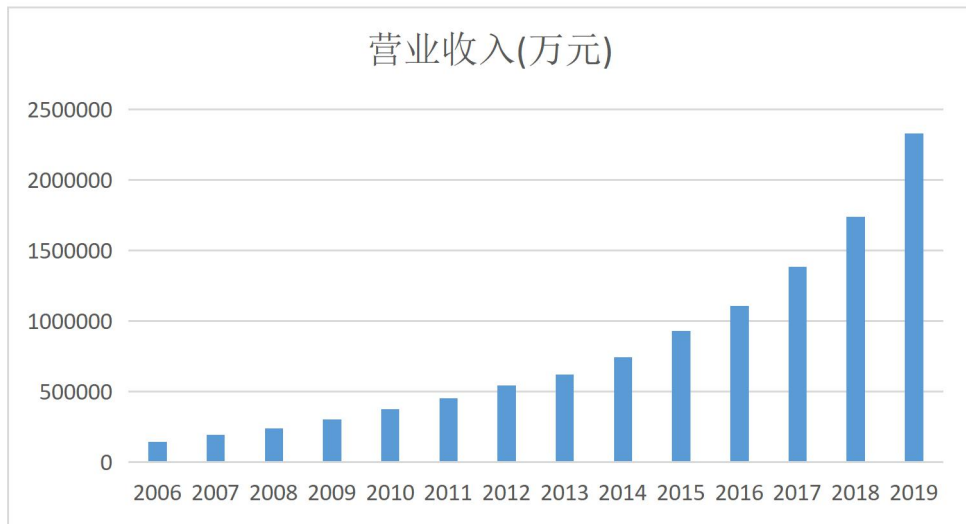


图 3.1 恒瑞医药 2000 年后营业收入

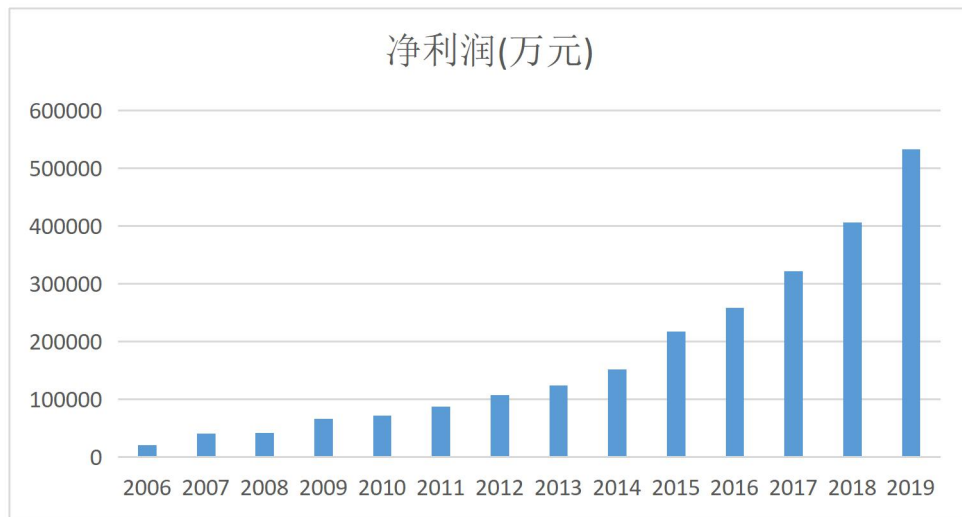


图 3.2 恒瑞医药 2000 年后归属母公司净利润

## 2. 主营业务分析

经过多年发展，至 2019 年企业已经建立了完善健全的制度管理体系，成功构建肿瘤、影像、手术麻醉、综合产品事业部，以及战略发展事业部，牢牢把握“科技创新”和“国际化”两大发展战略，积极改革，潜心发展。当前，企业十

分重视专业化发展和创新研究氛围推广，自主研发的创新类产品市场稳步扩张，具体分行业、分产品以及分地区的经营数据如表 3.1：

**表 3.1 恒瑞医药分行业、分产品、分地区主营业务分布情况**

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	营业成本同比增减 (%)	毛利率同比增减 (%)
医药制造业	23,246,797,137.71	2,910,674,509.38	87.48	33.59	24.83	增加 0.88
主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	营业成本同比增减 (%)	毛利率同比增减 (%)
抗肿瘤	10,575,594,070.47	638,280,189.14	93.96	43.02	29.77	增加 0.62
麻醉	5,506,577,328.96	538,968,096.07	90.21	18.35	27.74	减少 0.72
造影剂	3,229,621,038.32	873,794,821.92	72.94	38.97	25.64	增加 2.87
其他	3,935,004,699.96	859,631,402.25	78.15	29.85	19.00	增加 1.99
主营业务分地区情况						
分地区	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	营业成本同比增减 (%)	毛利率同比增减 (%)
国内	22,615,065,714.54	2,721,448,224.75	87.97	35.01	25.45	增加 0.92
国外	631,731,423.17	189,226,284.63	70.05	-2.95	16.63	减少 5.03

资料来源：恒瑞医药企业年报整理。

### 3.行业分析

中国医药行业作为全球排名靠前的医药供给市场和消费市场，正处于从高速增长向高质量增长阶段的关键转型期，随着人口老龄化加剧、城镇化水平不断提高及医疗保障制度的不断完善，国民药品消费市场将继续扩大，更有利于创新类药物研发和市场扩张。2019 年，恒瑞医药净利润位居医药行业化学制药类榜首，达到 42.59 亿元，营业总收入也以 194.1 亿元居于第二，整体优势显著。表 3.2 是 2019 年医药行业化学制药类排名前十（以营业收入为排名标准）的企业其各自的营业收入和净利润排名情况：

**表 3.2 2019 年医药行业化学制药类排名前 10 企业情况**

排序	企业名称	营业收入（亿元）	营业利润（亿元）	毛利率 (%)
1	华东医药	255	23.91	34.70

续表 3.2

排序	企业名称	营业收入（亿元）	营业利润（亿元）	毛利率（%）
2	恒瑞医药	194.1	42.59	87.72
3	人福医药	148.5	6.13	42.52
4	科伦药业	116.6	5.01	55.68
5	健康元	101	9.28	64.65
6	现代制药	93.64	6.31	46.39
7	ST 冠福	90.76	2.87	4.415
8	华北制药	86.38	1.28	35.42
9	海正药业	81.54	3.42	44.26
10	东阳光	81.53	1.73	33.31

资料来源：恒瑞医药企业年报整理。

### 3.1.3 轻资产特征

轻资产运营模式下的企业都会具有独特的财务特征，表现为流动资产比例高、长期负债比例低和现金流量净值高。恒瑞医药经过长期的发展和积累也逐渐呈现出这类独特的轻资产运营特征。

#### 1. 流动资产比例高

在财务指标中，企业的流动性资产比例可以反映出企业轻资产的拥有量，流动性资产越多，意味着企业的轻资产比重也越大。由表 3.3 可以发现，恒瑞医药近五年来流动资产总额保持连续增长，所占总资产的比例也处于较高的状态，除了 2016 年之外其余四年都保持在 80% 以上；而企业的固定资产总额的绝对值虽然逐年增加，但其比例持续降低，2019 年更是低于总资产的 10%。图 3.3 显示出了自 2006 年来企业流动资产比例和固定资产比例的走势，可以看出恒瑞的流动资产比例长期较高且缓慢增长，而固定资产比例从 2008 年开始就低于 20% 且逐年降低，表明企业长期具有高流动性，符合轻资产企业流动性管理特征。因此，从流动资产角度考虑，恒瑞医药的轻资产特征显著。



表 3.3 恒瑞医药 2015-2019 年流动资产情况

年份	2015	2016	2017	2018	2019
流动资产（万元）	937835	1139322	1446853	1806939	2231130
固定资产（万元）	142402	167689	199792	232877	254197
总资产（万元）	1149670	1433006	1803938	2236123	2755648
流动资产比例（%）	81.6	79.5	80.2	80.8	81.0
固定资产比例（%）	12.4	11.7	11.1	10.4	9.2

资料来源：恒瑞医药企业年报整理。

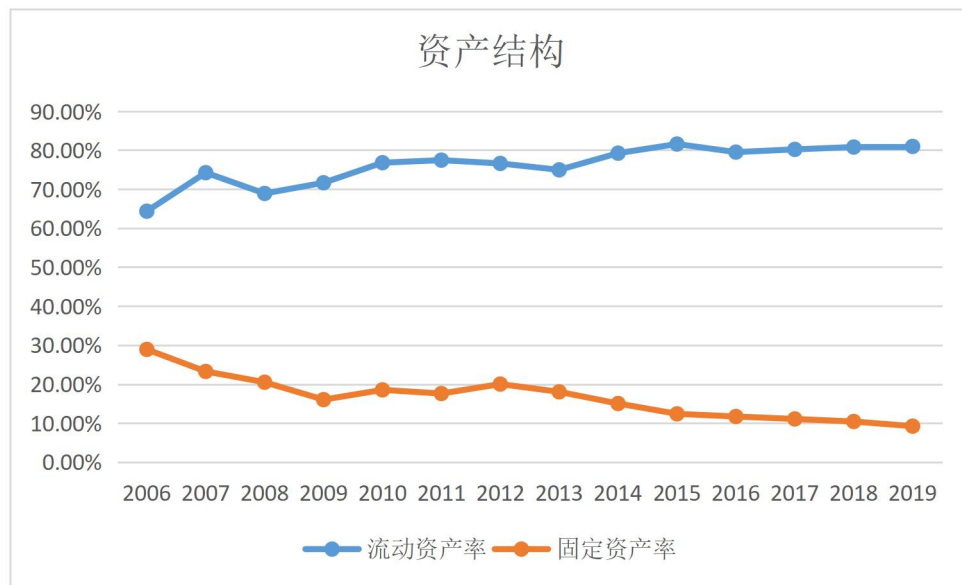


图 3.3 恒瑞医药 2006-2019 流动资产情况

## 2. 长期负债比例低

由表 3.4 可知，近五年来恒瑞医药的流动负债占总负债的比例均值保持在 95% 上下，占比极高，而长期负债比例则非常低，全部低于 8%。同时，表 3.4 也反映出应付账款是流动负债的主要组成部分，除了 2017 年外，其余年份都占流动负债的一半左右。从图 3.4 也可以发现，自 2006 年开始，恒瑞医药的流动负债持续保持着非常高的比例，体现出该企业对长期负债都保持了良好的管理和控制，为企业轻资产模式提供了有利的资产负债环境。

表 3.4 恒瑞医药 2015-2019 年负债情况

年份	2015	2016	2017	2018	2019
应付账款（万元）	49187	75504	73369	138121	128925
流动负债（万元）	105316	136488	205040	249363	247263
非流动负债（万元）	8578	9079	4577	6986	14631
总负债（万元）	113894	145567	209617	256349	261895
应付账款占流动 负债比例（%）	46.70%	55.32%	35.78%	55.39%	52.14%
流动负债比例（%）	92.47%	93.76%	97.82%	97.27%	94.41%
非流动负债比例（%）	7.53%	6.24%	2.18%	2.73%	5.59%

资料来源：恒瑞医药企业年报整理。

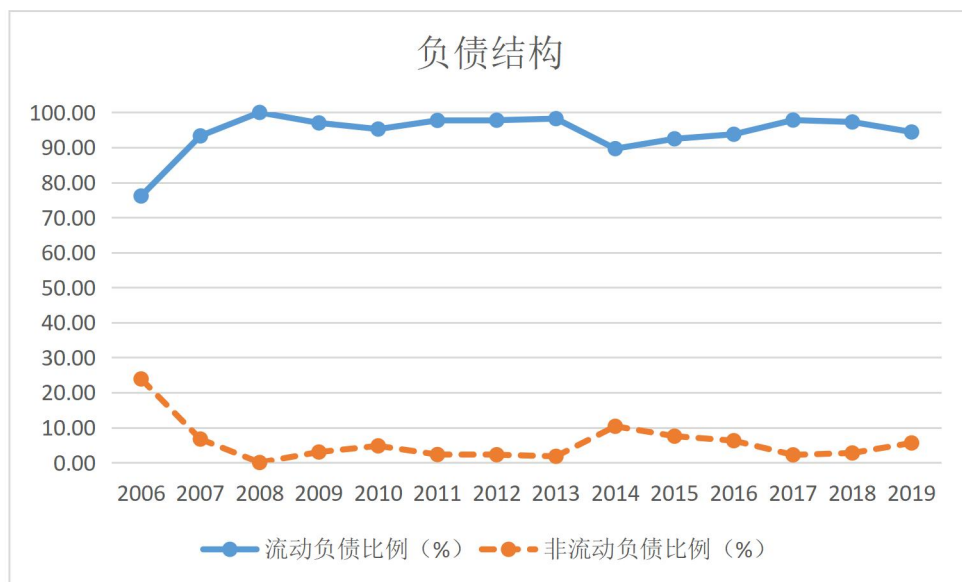


图 3.4 恒瑞医药负债结构

### 3.现金流量净值高

从表 3.5 可知，恒瑞医药的现金储备比例近五年来逐年降低，图 3.5 反映出企业在 2015 年前后保持了较高的现金储备比例，这是由于企业进一步加大了自主创新研发投入和学术研究推广力度，使得该部分费用增长速度变快，对现金储备提出了更高的要求。同时，该阶段企业的股权激励政策、职工薪酬和个别理财投资的增加也对现金储备产生了一定影响。

表 3.5 恒瑞医药 2015-2019 年现金储备情况

年份	2015	2016	2017	2018	2019
现金储备（万元）	513312	491215	426163	386573	503092
流动资产（万元）	937835	1139322	1446853	1806939	2231130
总资产（万元）	1149670	1433006	1803938	2236123	2755648
现金储备比例（%）	44.6	34.3	23.6	17.3	18.3
流动资产比例（%）	81.6	79.5	80.2	80.8	81.0

资料来源：恒瑞医药企业年报整理。

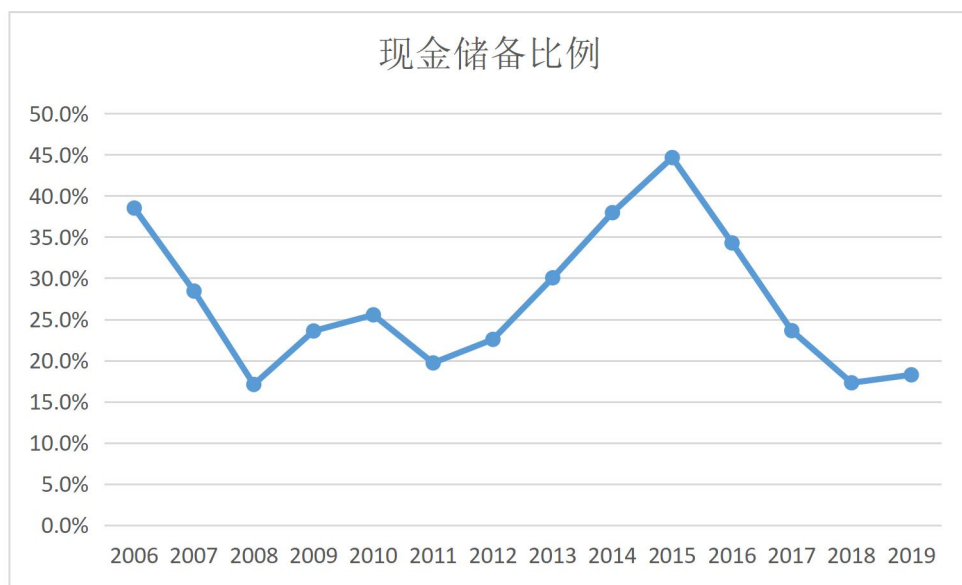


图 3.5 恒瑞医药 2006-2019 现金储备情况

#### 4.研发投入高

企业成长理论认为，企业要保持高成长性就需要打造产品或服务的独特性。恒瑞医药在从仿制药生产向创新药研发的转型过程中，十分重视自主研发，坚持走向源头创新，利用核心关键技术有效提高了企业的市场竞争力，在市场上快速树立了自主创新品牌，这都离不开企业对创新研发活动的大力支持和资金投入。表 3.6 显示了恒瑞医药近五年来创新研发的具体情况，由表可知研发费用占比从 2016 年开始始终保持在 10% 以上，且每年都保持了极高的增长率，2018 年增长率甚至达到了 51.81%。此外，从人员结构上可以看出，企业的研发人员比例也始终保持在 12% 以上，博士和研究生比例也始终保持在 10% 以上。

表 3.6 恒瑞医药 2015-2019 年创新研发情况

年份	2015	2016	2017	2018	2019
研发创新					
研发费用（万元）	8917	11843	17591	26705	38963
研发费用增长率（%）	32.82	36.76	48.53	51.81	45.90
研发投入占营业收入比例（%）	9.57	10.68	12.71	15.33	16.73
人员结构					
研发人员数量（人）	1693	2142	2167	3116	3442
员工总数（人）	12653	10191	14864	21016	24431
研发人员比例（%）	13.38	21.02	14.58	14.83	14.09

资料来源：恒瑞医药企业年报整理。

由表 3.7 可以发现，恒瑞医药近五年获得国内外专利授权总数快速增长，在 2015-2019 年 5 年间共获得国内专利授权 137 件，获得国际专利授权 179 件。此外，创新药和仿制药的生产、临床批件数量也显著增长。这些数据是恒瑞医药创新研发能力的直观表现，多年来的技术积累形成了企业的核心竞争力，能够对企业成长产生积极效应。

表 3.7 恒瑞医药 2015-2019 年创新成果

年份	2015	2016	2017	2018	2019
国内授权专利	21	29	23	26	38
国外授权专利	29	28	30	39	53
国内外授权专利总数	50	57	53	65	91
创新药制剂生产批件	—	—	—	2	2
仿制药制剂生产批件	2	3	—	7	11
创新药临床批件	7	7	—	16	29
仿制药临床批件	36	4	—	2	2

资料来源：恒瑞医药企业年报整理。

## 3.2 恒瑞医药轻资产模式下的融资选择偏好

### 3.2.1 低资产负债率和高流动性负债

图 3.6 显示了恒瑞医药 2000-2019 年资产负债率的变化趋势，同时也表明了企业与医药工业全行业平均资产负债率的对比情况。从图中可以发现，恒瑞医药自 2008 年开始其资产负债率就稳定保持在 10% 左右，而全行业均值长期在 60% 上下徘徊，因此恒瑞医药的资产负债率处于同行业中低水准行列。此外，可以看出不论是恒瑞医药还是全行业平均值，资产负债率都具有不断降低的趋势，且恒瑞医药的下降趋势更加显著。因此可以得出结论，恒瑞医药的债务水平极低，几乎不通过债务筹资方式进行融资，故而企业的资金压力和经营压力都相对较少。

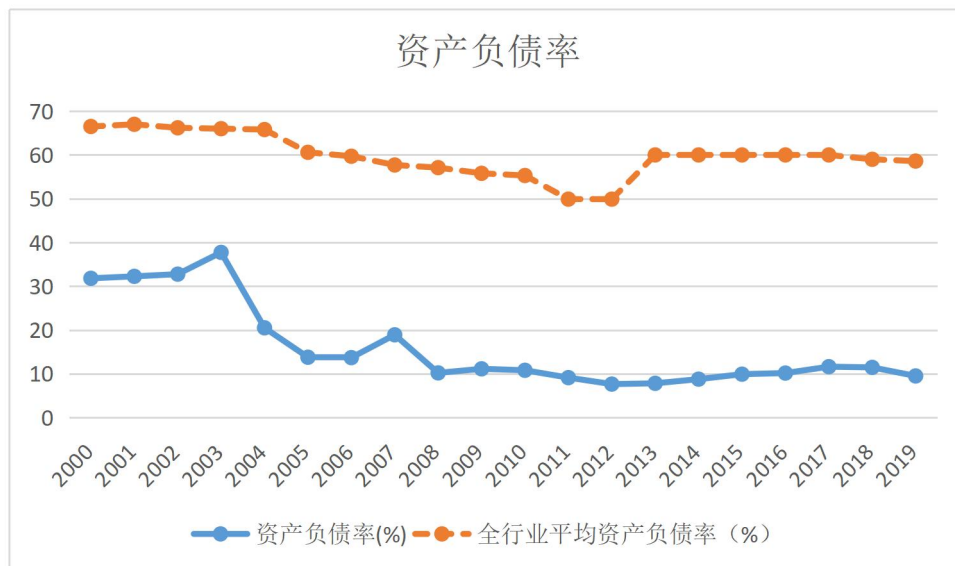


图 3.6 恒瑞医药与全行业平均资产负债率

图 3.7 反映了恒瑞医药自 2006 年以来企业债务融资的内部组成结构。如图所示，2008 年以来恒瑞医药债务融资的主要来源是流动负债，流动负债比例平均达到了 98%。因此可以得出，恒瑞医药较少采用债务融资方式，即使存在债务融资需求，也主要选择高流动性负债来进行融资。

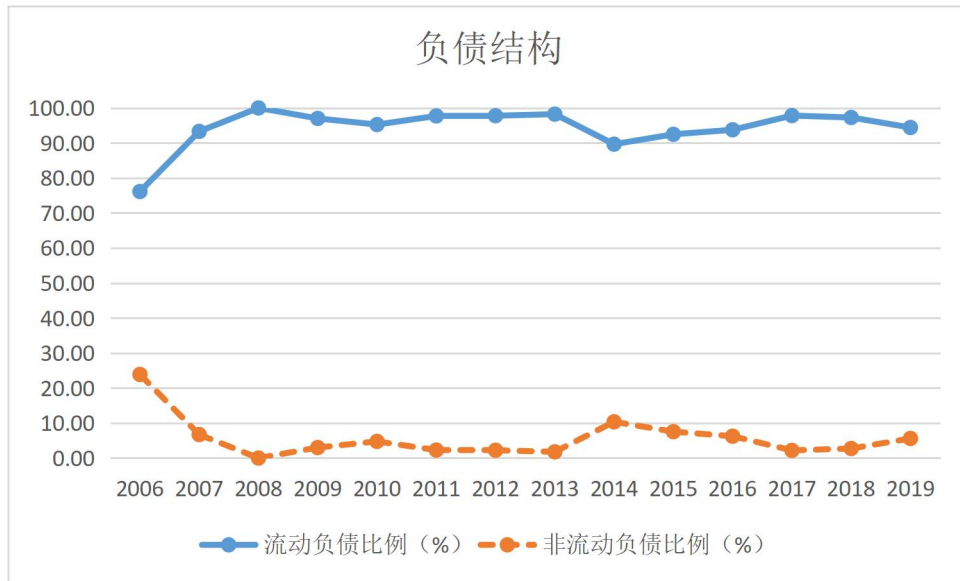


图 3.7 恒瑞医药负债结构

### 3.2.2 高内源性融资和低收益分配

首先, 本文从内源融资、债务融资和股权融资这一分类标准对恒瑞医药的整体融资结构进行分析, 三种融资方式指标定义如表 3.8。

表 3.8 融资方式指标

指标	定义
内源融资比例	$(\text{未分配利润} + \text{盈余公积} + \text{固定资产折旧总额}) / \text{总资产}$
债务融资比例	$(\text{短期借款} + \text{长期借款} + \text{一年内到期长期借款}) / \text{总资产}$
股权融资比例	$(\text{股本} + \text{资本公积}) / \text{总资产}$

通过对恒瑞医药年报整理和计算, 得到如图 3.8 所示的融资结构变化图, 由图可知, 恒瑞医药自 2006 年以来内源融资比例明显高于债务融资和股权融资, 且内源融资比例持续上升, 成为了企业融资的主要方式。

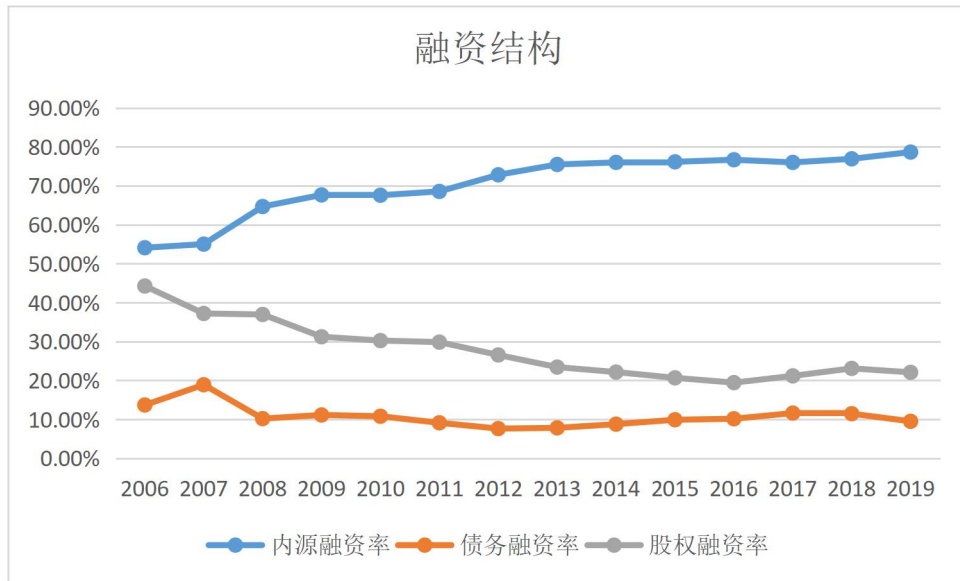


图 3.8 恒瑞医药 2006-2019 年融资结构变化

表 3.9 具体展现了恒瑞医药 2006-2019 年间内源融资总额的变化，由表可知恒瑞医药的内源融资率处于较高水平，且持续保持增长；同时，从内源融资的组成结构来看，未分配利润是内源融资的主要来源，并且所占比例连年增长，而盈余公积和累计折旧都是次要来源，二者占比均值相似。因此可以得知，恒瑞医药在轻资产运营模式下，其融资方式主要采用的是内源融资，而内源融资主要来源于企业未分配利润。

表 3.9 恒瑞医药 2006-2019 年内源融资结构

年份	未分配利润		盈余公积		累计折旧		内源融资总额 (万元)	资产总计 (万元)	内源融资率 (%)
	总额 (万元)	比例 (%)	总额 (万元)	比例 (%)	总额 (万元)	比例 (%)			
2006	44351	55.83	16259	20.47	18824	23.70	79434	146844	54.09
2007	66238	59.78	20412	18.42	24147	21.79	110797	201369	55.02
2008	90989	62.41	25189	17.28	29619	20.32	145797	225436	64.67
2009	135271	66.67	31972	15.76	35655	17.57	202898	299887	67.66
2010	182233	69.22	38805	14.74	42216	16.04	263254	389564	67.58
2011	233455	70.68	45267	13.70	51589	15.62	330311	481802	68.56
2012	311025	72.48	54077	12.60	64011	14.92	429113	589251	72.82
2013	401925	73.75	64729	11.88	78366	14.38	545020	722027	75.48

续表 3.9

年份	未分配利润		盈余公积		累计折旧		内源融 资总额 (万元)	资产总 计(万元)	内源融 资率 (%)
	总额 (万元)	比例 (%)	总额 (万元)	比例 (%)	总额 (万元)	比例 (%)			
2014	514055	74.42	78351	11.34	98327	14.24	690733	908686	76.01
2015	665502	76.01	98911	11.30	111144	12.69	875557	1149670	76.16
2016	840130	76.44	124485	11.33	134409	12.23	1099024	1433006	76.69
2017	1054488	76.90	153151	11.17	163552	11.93	1371191	1803938	76.01
2018	1311501	76.24	209222	12.16	199581	11.60	1720304	2236123	76.93
2019	1654761	76.34	255524	11.79	257353	11.87	2167638	2755648	78.66

资料来源：恒瑞医药企业年报整理。

上文的分析表明恒瑞医药有稳定的现金资产支撑企业的运营和发展，企业未分配利润成为了内部融资的主要来源，这也意味着企业只能保持较低的收益分配。表 3.10 显示了恒瑞医药 2009-2019 共计 10 年的股利政策变化，可以看出 2018 年之前公司的股利支付率基本保持在 10%左右，而 2018 年和 2019 年企业的股利支付率显著增加，这主要是由于近两年股票市场活跃，恒瑞医药股价上升明显，带来了额外的股票增值收入。但总体而言，恒瑞医药的股利支付率处于偏低水平，这为企业内源融资提供了有力支撑。

表 3.10 恒瑞医药 2009-2019 年股利政策变化

年份	分红方案（每 10 股）		现金股利（万元）	净利润（万元）	股利支付率（%）
	现金股利（含税）	送股			
2009	1.00	2	6,207.43	66,647.60	9.31
2010	1.00	3	7,494.33	72,420.93	10.35
2011	0.90	1	10,117.35	87,658.66	11.54
2012	0.80	1	9,892.52	107,742.81	9.18
2013	0.90	2	12,241.99	123,811.06	9.89
2014	1.00	2	15,050.16	151,556.89	9.93
2015	1.00	2	19,564.99	217,157.15	9.01
2016	1.35	2	31,690.71	258,895.21	12.24



续表 3.10

年份	分红方案（每 10 股）		现金股利（万元）	净利润（万元）	股利支付率（%）
	现金股利（含税）	送股			
2017	1.3	2	368,244,244.94	3,216,647,998.16	11.45
2018	2.2	2	810,889,652.54	4,065,609,716.04	19.95
2019	2.3	2	1,017,247,265.31	5,328,027,519.56	19.09

资料来源：恒瑞医药企业年报整理。

### 3.3 恒瑞医药轻资产模式下的成长表现

本文借助学者们的研究成果，分别从企业的成长潜力、盈利能力和营运能力这三个纬度对恒瑞医药在轻资产运营模式下的综合成长能力展开分析和讨论。

#### 3.3.1 稳中有升的成长潜力

企业的成长潜力就是企业未来的成长能力。轻资产企业的成长潜力可以具体用总资产增长率、营业收入增长率、净利润增长率和净资产收益率四个指标定义。总资产增长率和营业收入增长率从现实角度出发，整体反映出企业规模扩张程度和市场占有率高，而净利润增长率和净资产收益率则从未来的角度考虑，反映企业未来增长能力的高低。

图 3.9 反映了恒瑞医药近五年来成长潜力指标绝对值的变化，可以看出，主营业务收入、净利润和总资产都具有显著的上升趋势，说明恒瑞医药的产品已经在市场上形成了明显的竞争优势，并且市场份额不断扩大。而净资产收益率的变化则是短期增长之后便快速进入稳定状态，表明恒瑞医药的营运能力在前期的市场实践中得到了快速提升，现在已经拥有了成熟的管理经验。结合表 3.11 所示的各项指标的增长率变化，可以发现除了 2016 年整体指标都略微波动之外，其他各年份相对平稳，且 2019 年成长速度显著提升，但各指标与年均值都保持了相对一致，说明近五年来恒瑞医药的整体成长规模已经达到了稳定期。这些数据意味着当前恒瑞医药的发展已经开始步入成熟期，企业的抗风险能力和市场竞争力也大大增强，稳中有升的成长趋势是当前恒瑞医药最典型的成长特点，预计未

来一段时间内企业也将继续保持相同的发展势头。

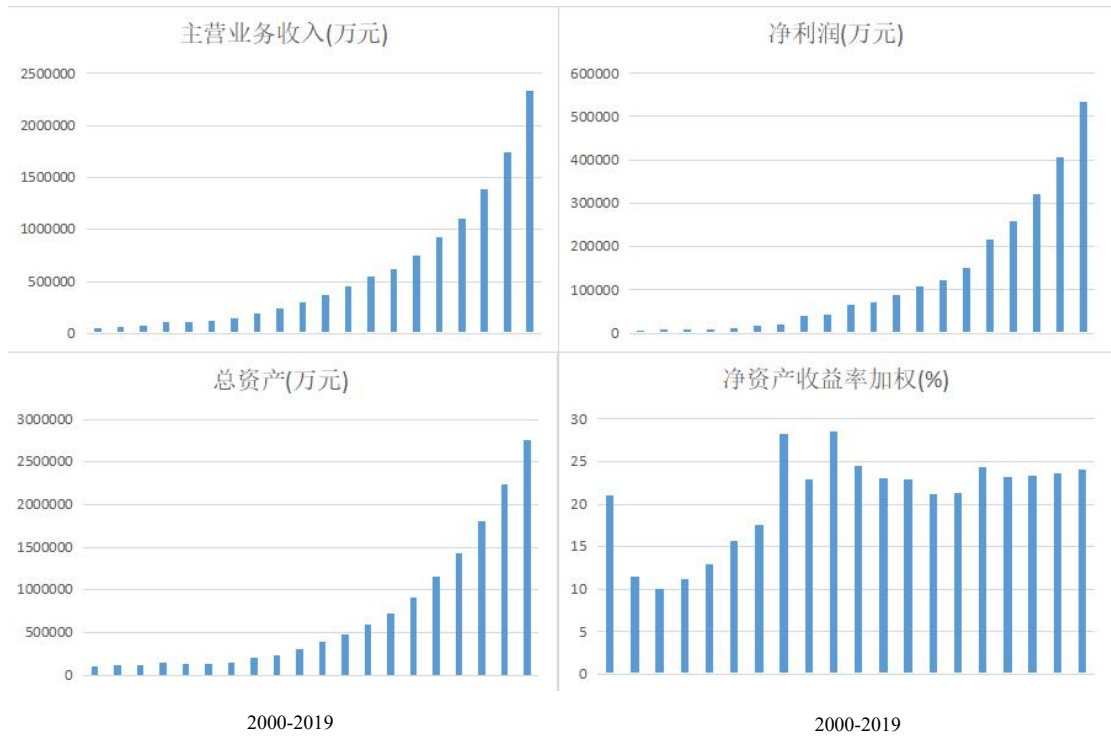


图 3.9 恒瑞医药 2000-2019 年成长潜力指标绝对值

表 3.11 恒瑞医药 2015-2019 年成长潜力指标

年份	2015	2016	2017	2018	2019
总资产增长率	0.27	0.25	0.26	0.24	0.23
主营业务增长率	0.25	0.19	0.25	0.26	0.34
净利润增长率	0.43	0.19	0.24	0.26	0.31
净资产收益率增长率	0.15	-0.05	0.00	0.01	0.02

资料来源：恒瑞医药企业年报整理。

### 3.3.2 持续增长的盈利能力

企业的盈利能力是管理层、股东和投资者共同关注的核心问题，盈利能力的高低不仅能够体现出企业的价值创造能力，也能够反映出企业成长的资金来源是否得到满足，以及企业是否能够实现可持续发展。除了前文中提到的营业收入和

净利润两个绝对量指标之外，还有一些相对指标能够更加直观、准确和全面地反映企业的盈利水平。

从表 3.12 的行业对比可以看出，近五年来，恒瑞医药的整体盈利能力显著优于全行业平均水平：恒瑞医药的总资产报酬率和净资产收益率是全行业平均水平的 2-3 倍，而成本费用利润率在 2019 年更是达到了 5 之多，且销售净利率也在全行业下降的同时保持了高度的稳定性。因此，可以认为恒瑞医药在轻资产运营模式和内源性融资偏好下，其盈利能力显著优于全行业平均水平。

表 3.12 2015-2019 年恒瑞医药和行业平均盈利能力指标 (%)

指标 \ 年份		2015	2016	2017	2018	2019
总资产报酬率	恒瑞医药	19.34	18.38	18.25	18.16	19.33
	全行业平均	8.5	6.9	8.5	7.2	6.5
净资产收益率	恒瑞医药	21.87	20.9	20.93	20.61	21.51
	全行业平均	9.9	9.1	9.9	9.3	9.5
销售净利率	恒瑞医药	23.87	23.47	23.8	23.32	22.87
	全行业平均	27.8	20	27.8	14.5	8
成本费用利润率	恒瑞医药	31.72	37.97	36.82	42.69	44
	全行业平均	9	14.4	9	16	8.7

资料来源：Wind 数据库，恒瑞医药企业年报整理。

如图 3.10 显示，自恒瑞医药上市以来，其总资产利润率和净资产收益率始终高于市场平均水平，并且优势差增大之后长期处于稳定水平。这两个指标反映了企业自有资本的获利能力，值越高表明盈利能力越好，企业成长能力也越强。恒瑞医药净资产收益率自 2010 年开始便稳居于 20%左右，且于 2019 年达到 21.87%，处于行业中较高水平；总资产收益率与净资产收益率表现相似，走势相同，也具有显著的行业竞争优势。

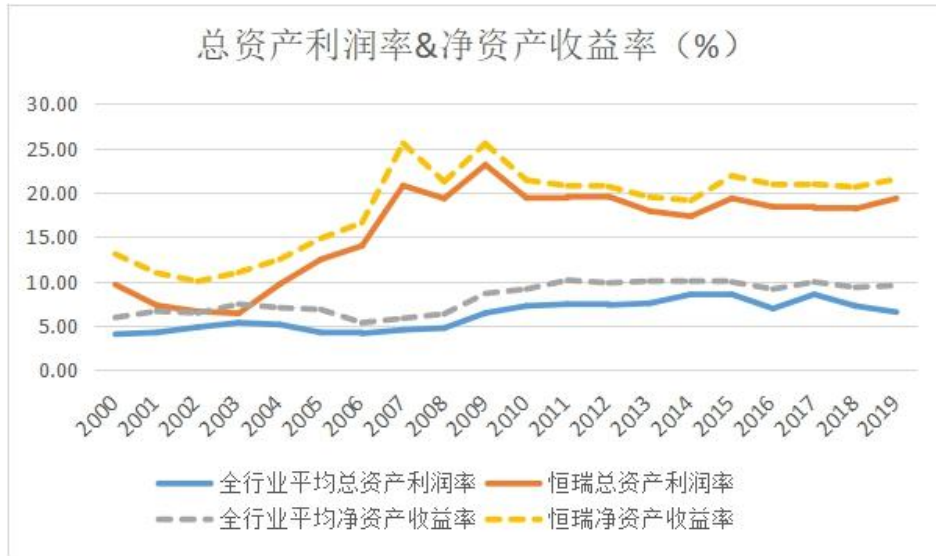


图 3.10 2000-2019 年总资产利润率和净资产年收益率表现

图 3.11 显示了恒瑞医药销售利润率和成本费用利润率与全行业平均水平的对比。这两个指标不仅反映出了企业销售收入的获取能力，也表明了企业为获取利润而付出的代价的高低，指标越高表明企业的获利能力越强，对成本费用的控制能力也越好。由图可以看出，恒瑞销售净利率拥有持续上升的发展态势，现在保持在 23.5%左右；而成本费用率增长速度更加明显，2019 年已经达到了 44%，两个指标值在长期内都是显著高于全行业平均水平。这主要是因为近年来企业自主创新研发产品占据主导地位，为了提高研发效率和质量，企业逐年加大研发费用和职工薪酬方面的投入，确保企业拥有技术和人才双份优势，进而保持市场核心竞争力。

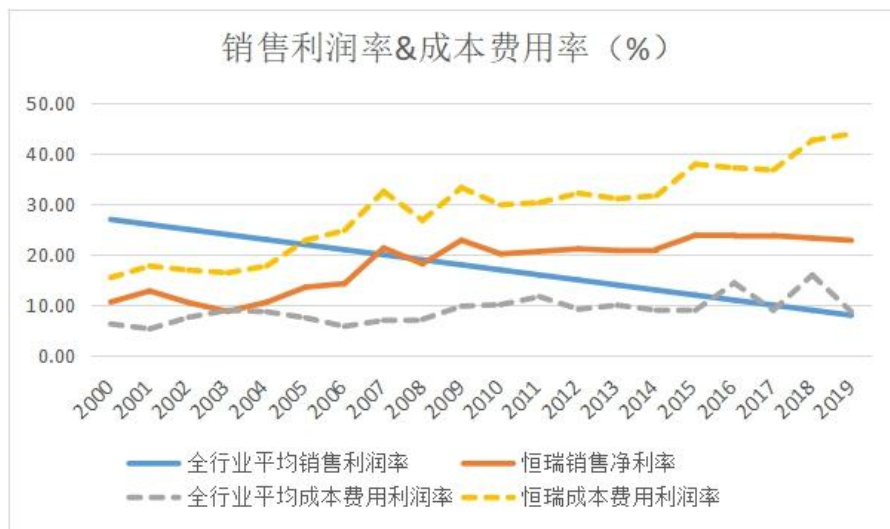


图 3.11 2000-2019 年销售利润率和成本费用利润率表现

### 3.3.3 稳定健康的营运能力

营运能力分析对企业成长能力的研究十分重要,该指标从资产流动性的角度出发,直接或间接地反映出企业对资产的利用效率。轻资产运营模式下,企业保持资产适度的流动性能够提高资金的使用效率,保持合理的库存周转能够提高企业运营的稳定性,成长能力便会加强。

表 3.13 和图 3.12 分别显示出了恒瑞医药营运能力的变化情况,以及该企业与全行业平均水平的对比。由表 3.13 可知,近五年来恒瑞医药的总资产周转率平均达到 0.9,应收账款周转率平均达到 5,存货周转率则均值为 2.55 左右,且这三项指标都具有较强的稳定性。与全行业平均水平相比,恒瑞医药的三项指标与行业均值基本持平且具有略微优势,说明恒瑞医药的对资产的利用效率保持了一个良好的水平。但由于近年来国家对医药行业把控更加严格,市场外部竞争压力持续增大,使得恒瑞医药的总营运能力受到了一定的制约。图 3.12 表明了自 2000 年开始恒瑞医药与全行业平均水平的整体水平,可以发现长期以来恒瑞医药的运营能力能够满足市场要求。

表 3.13 2015-2019 年恒瑞医药和全行业营运能力情况

指标 \ 年份		2015	2016	2017	2018	2019
总资产周转率	恒瑞医药	0.91	0.86	0.85	0.86	0.93
	全行业平均	0.5	0.5	0.5	1	0.9
应收账款周转率	恒瑞医药	4.79	5.02	5.02	5	5.37
	全行业平均	5.6	5	5.6	5	5
存货周周转率	恒瑞医药	2.55	2.47	2.59	2.57	2.21
	全行业平均	3.3	2.6	3.3	2.7	2.9

资料来源: Wind 数据库, 恒瑞医药企业年报整理

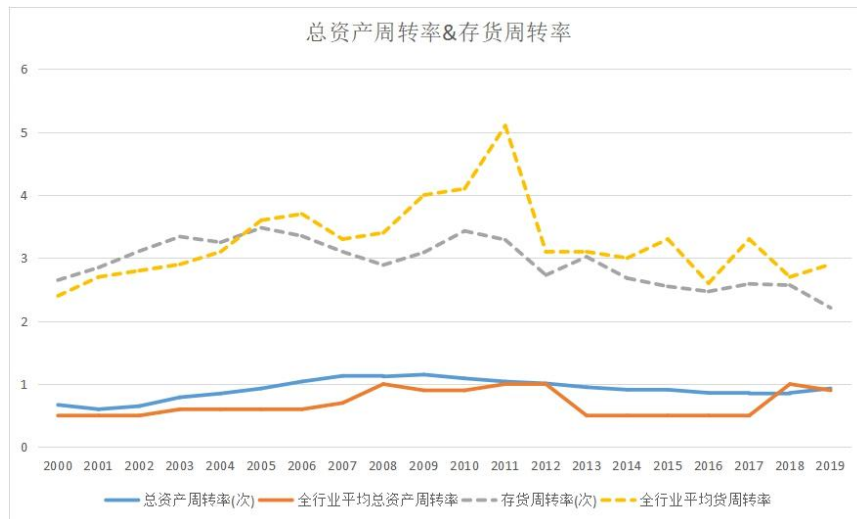


图 3.12 2000-2019 年总资产周转率和存货周转率情况

### 3.4 恒瑞医药轻资产模式下的融资方式与企业成长

从上文对企业财务指标的分析可以看出，长期的发展和积累使得恒瑞医药的轻资产运营特征越来越显著。恒瑞医药上市之后，稳定健康的财务特征意味着企业所偏好的融资方式也能够对企业的成长产生积极的促进作用，否则企业便会及时调整融资策略，选择更优的融资结构。为了更直观的呈现企业的成长能力，本章将借助相关财务指标来衡量企业成长能力的高低，包括企业的成长潜力指标、盈利能力指标和营运能力指标。接下来，本章将利用恒瑞医药的相关数据首先对恒瑞医药轻资产运营模式下的融资方式现状展开讨论，再基于融资特征对企业的成长性表现展开具体分析。

#### 3.4.1 恒瑞医药成长期限划分

恒瑞医药虽然成立于 1970 年，但并不是从创立之初就采用了轻资产运营模式，而是在二十一世纪初才开始了轻资产转型之路。因此，为了更准确的分析轻资产运营模式下企业融资方式选择对企业成长的影响，也受限于企业财务数据披露情况，本文选择从 2000 年企业上市开始对恒瑞医药轻资产转型过程中的融资方式和企业成长展开具体分析。结合表 3.14 和图 3.13 所呈现出的恒瑞医药主要财务指标情况，本文将恒瑞医药在轻资产运营模式下的成长阶段分为转型期（2000-2009）和成熟期（2010-2019）。

表 3.14 恒瑞医药 2000-2019 年主要财务指标绝对值变化

报告日期	总资产		营业收入		净利润	
	绝对值 (万元)	增长率	绝对值 (万元)	增长率	绝对值 (万元)	增长率
2000	98627	1.13	48471	0.17	6527	0.27
2001	111902	0.13	63427	0.31	8116	0.24
2002	120458	0.08	75603	0.19	7895	(0.03)
2003	145069	0.20	105035	0.39	9452	0.20
2004	125538	(0.13)	114514	0.09	12262	0.30
2005	128521	0.02	117926	0.03	16222	0.32
2006	145797	0.13	142246	0.21	20665	0.27
2007	201369	0.38	195966	0.38	41292	1.00
2008	225436	0.12	239256	0.22	42295	0.02
2009	299887	0.33	302896	0.27	66573	0.57
2010	389564	0.30	374411	0.24	72417	0.09
2011	481802	0.24	455039	0.22	87661	0.21
2012	589251	0.22	543507	0.19	107738	0.23
2013	722027	0.23	620307	0.14	123811	0.15
2014	908686	0.26	745225	0.20	151557	0.22
2015	1149670	0.27	931596	0.25	217157	0.43
2016	1433006	0.25	1109372	0.19	258895	0.19
2017	1803938	0.26	1383563	0.25	321665	0.24
2018	2236123	0.24	1741790	0.26	406561	0.26
2019	2755648	0.23	2328858	0.34	532803	0.31

资料来源：Wind 数据库，恒瑞医药企业年报整理。

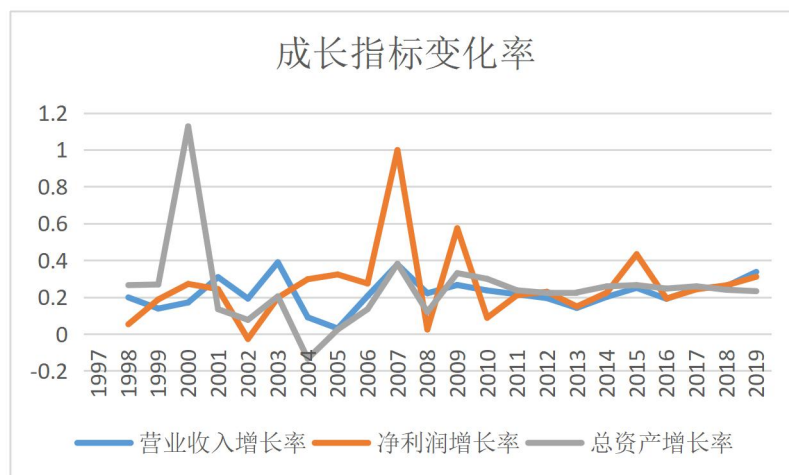


图 3.13 恒瑞医药 1998-2019 年主要财务指标增长率变化

从表 3.14 可以看出,恒瑞医药的企业规模在 2000-2009 年间实现了快速的扩张,除去 2000 年的上市带来了明显的成长红利之外,近十年的尝试和探索都为企业成长奠定了良好的开端。其中,2003 年也可以看做是恒瑞医药轻资产转型尝试的典型标志,当年的专利药品艾瑞昔布获得国家 SFDA 临床批件,营业收入增长率达到 39%,是自上市以来的最高增长率。这标志着恒瑞医药成功步入创新药的生产和研发阶段,也意味着转型初期的尝试获得了市场的认可。此后,恒瑞医药不断尝试创新,也开始尝试新领域的药物治疗研发,同时建立创新药孵化基地,持续加大研发和创新投入,使企业得到了快速成长。结合图 3.13 所呈现的成长指标增长率变化情况,可以发现在 2000-2009 整个转型初期和成长期内,虽然恒瑞医药的规模和收入总是在不断的增大,但是企业的成长过程并不稳定,增长率的变化具有明显的上下波动特征。这主要是因为恒瑞医药在该阶段持续加大了对研发的投入,不仅密集展开多领域药品的创新和研发,而且进一步加大了人才资源库建设,使得研发成本快速上升,对企业的收入和利润产生了一定的影响。因此,恒瑞医药在转型初期和后续的成长期内企业的规模、收入和盈利都实现了显著的扩张,但是该阶段内企业的成长也呈现出明显的波动,企业的抗风险能力还有待进一步加强。

由图 3.13 可知,恒瑞医药自 2010 年开始便进入了稳定的成长阶段,企业的总资产规模快速突破了 30 亿之后年均增长率都保持在 25%左右,企业的营业收入增长率和净利润增长率也逐渐趋于稳定。此时,恒瑞医药经过初期的探索和实践,已经形成了一套成熟的产学研体系,稳定的人才资源为企业创新研发活动提供了有利的支持,围绕抗肿瘤药物、麻醉和造影剂为核心的创新类药物也具备了核心市场竞争力,企业的抗风险能力和经营能力大大提升,这意味着恒瑞医药已经步入了成熟期。

### 3.4.2 恒瑞医药转型期融资方式与企业成长

根据上文对恒瑞医药轻资产运营模式下的生命周期划分,本小结首先讨论在转型期内恒瑞医药融资方式选择与企业成长之间的联系。图 3.14 呈现了恒瑞医药 2000-2009 年融资结构的变化情况,从图中可以发现在 2000-2003 年轻资产转型初期,企业的融资方式选择顺序为股权融资>债务融资>内源融资。这是由于



企业于 2000 年采取上市融资方式获得了大量的资金，并将这些资金用于初期的研发和实验。自 2004 年开始，企业的融资结果开始发生明显变化，内源融资比例不断上升，于 2006 年开始成为恒瑞医药的首选融资方式，而股权融资比例和债务融资比例不断下降。由于恒瑞医药自上市之后并未再次发行股票，加上后续经营过程中的股权激励政策的实施，所以后续发展过程中保留了初期的股本和极低的资本公积。此外，由于轻资产运营模式导致的信贷融资难度增加，债务融资比例也呈现出下降的趋势。因此可以发现，恒瑞医药在轻资产转型初期和后续的成长期内，融资方式的选择发生了显著的变化，从刚开始的股权融资>债务融资>内源融资转变成为内源融资>债务融资>股权融资。

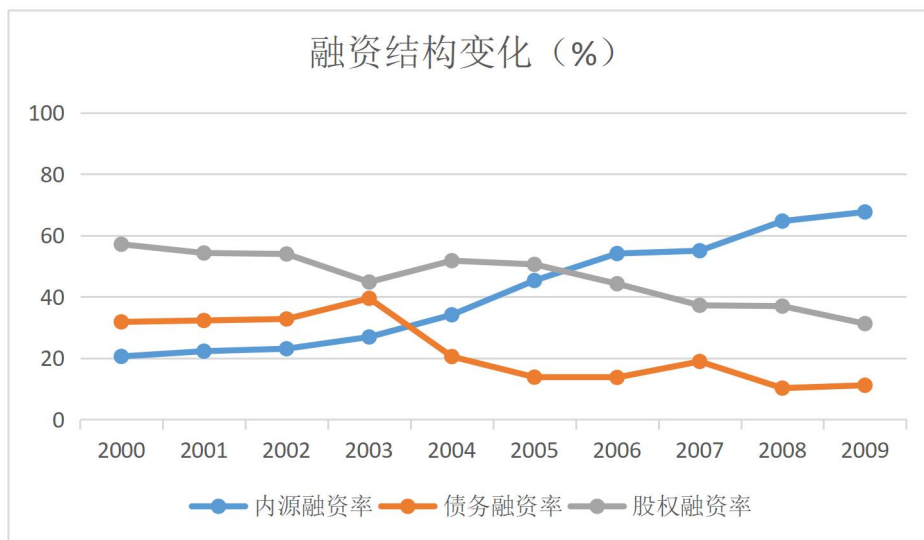


图 3.14 恒瑞医药 2000-2009 年融资结构比例变化

图 3.15-图 3.17 分别显示出了恒瑞医药轻资产运营模式转型初期的成长指标、盈利能力指标和营运能力指标的变化情况，其中成长指标直观地反映出了该企业的成长能力，而盈利能力和营运能力则间接地呈现了企业的成长情况。由图 3.15 可以看出，恒瑞医药净利润增长率和营业收入增长率大部分都保持在 20% 以上，且个别年份的增长率达到了 30% 以上，说明该企业保持了较强的成长能力和良好的发展势头。同时，成长能力指标也存在着波动幅度较大的情况，极大值和极小值之间差距过大意味着当前的成长稳定性不强。图 3.16 和图 3.17 反映出了恒瑞医药具体的盈利能力和营运能力，结合图 3.15 所反映的融资结构变化，可以发现，随着内源融资比例的不断增加，企业总资产周转率也呈现出上升趋势，自 2006 年内源融资比例超过 50% 之后，盈利指标增长率也得到了显著的提升。

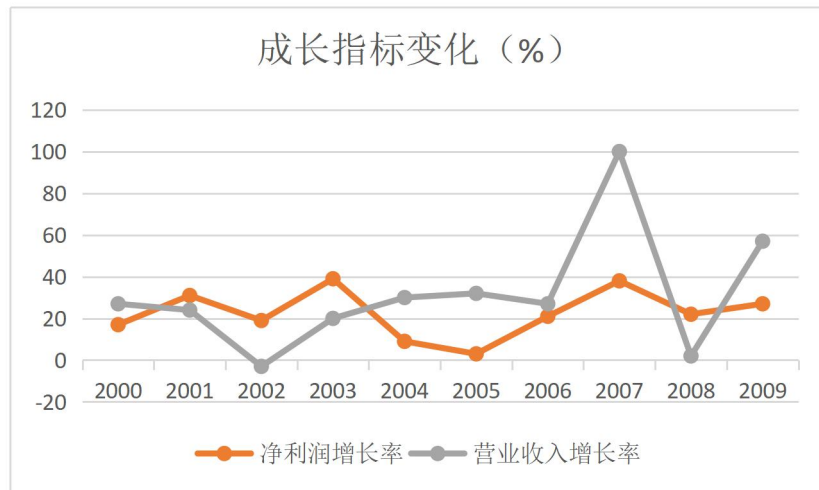


图 3.15 恒瑞医药 2000-2009 年成长能力指标变化

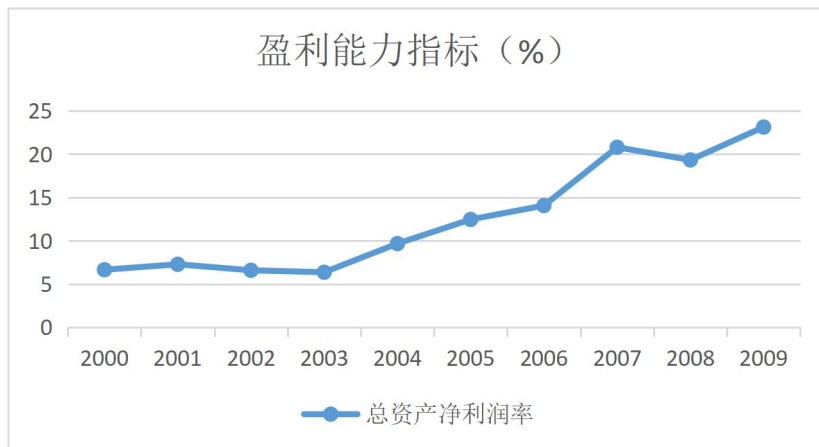


图 3.16 恒瑞医药 2000-2009 年盈利能力指标变化

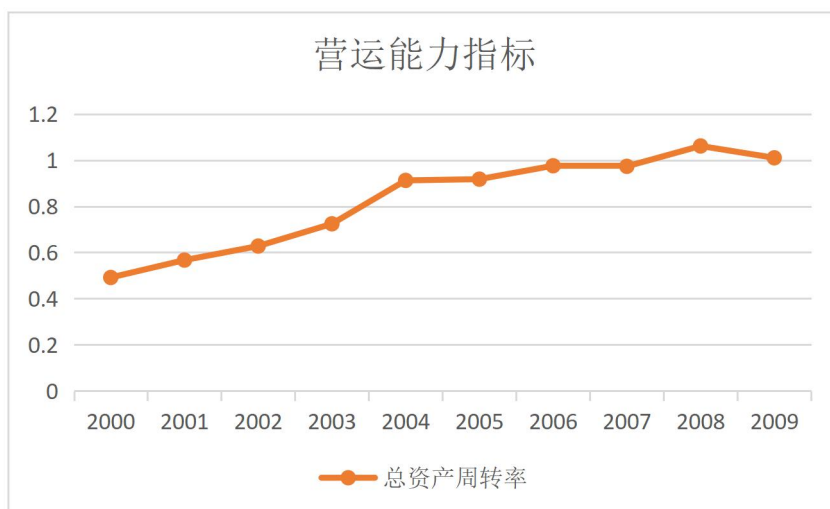


图 3.17 恒瑞医药 2000-2009 年营运能力指标变化

因此,通过上述对恒瑞医药轻资产模式转型初期和成长期的分析,可以发现恒瑞医药的融资方式呈现出显著的内源融资偏好,自上市之后内源融资的比例不断扩大,这符合典型的轻资产融资结构特征。同时,随着内源融资的比例不断上升,企业的资金来源限制不断减少,自有资金的使用能够满足企业研发创新活动的大量需求,核心竞争优势不断凝聚,市场竞争力也不断增强,该阶段内企业的成长指标、盈利能力指标和营运能力指标都反映出恒瑞医药的成长能力得到显著的提升。但是在该阶段,恒瑞医药的成长稳定性较差,这主要是因为,在转型初期企业大量的创新类药物还处于研发阶段,成功上市的药品较少,若是当年有研发成果得到落实,则当年的各类成长性指标都会出现较大的增长幅度,而过后就会回落。

### 3.4.3 恒瑞医药成熟期融资方式与企业成长

图 3.18 反映了恒瑞医药轻资产模式下企业步入成熟期之后的融资方式选择情况。由图可以看出,自 2010 年之后,恒瑞医药首选的融资方式依旧是内源融资,基本保持了近 80%的内源融资比例,并且具有缓慢上升趋势;其次是债务融资,从 2010 年的 30%下降到了 20%左右;最后是股权融资,基本在 10%上下浮动。可以看出,步入成熟期之后,恒瑞医药的融资模式逐渐固定,即内源融资>债务融资>股权融资,并且主要的资金来源是内源融资。这符合了轻资产运营模式的融资特征,保证了恒瑞医药以研发为主的轻资产运营模式下资金使用的最大自主权。

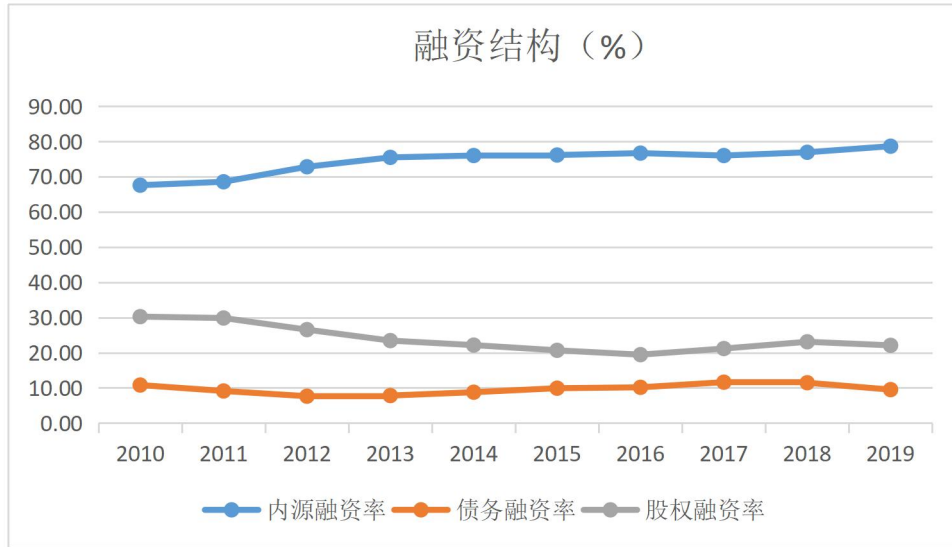


图 3.18 恒瑞医药 2010-2019 年融资结构比例变化

图 3.19-图 3.21 反映了轻资产运营模式下恒瑞医药步入成熟期的成长能力情况。图 3.19 直呈现出恒瑞医药的成长能力，可以看出净利润增长率和营业收入增长率整体呈现出相似的上升趋势，这与转型初期和成长期波动较大的增长率形成了鲜明的对比。2010 年，恒瑞医药的产学研体系成功建立，随着后续的完善与发展，企业的研发创新能力显著提升，几乎每年都会有新的创新类药物上市或者成功进入临床阶段，这意味着企业已经形成了成熟的研发创新机制和体系，企业成长进入稳定发展期。

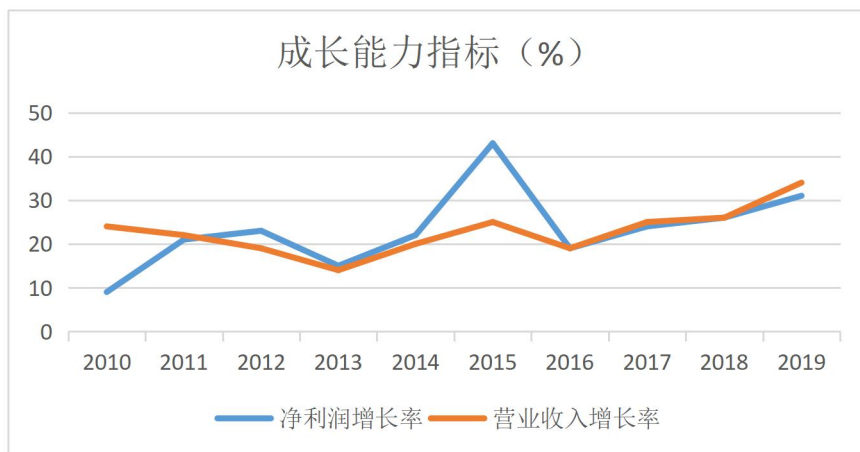


图 3.19 恒瑞医药 2010-2019 年成长能力指标变化

图 3.20 和图 3.21 从侧面反映了恒瑞医药的成长能力，可以看出企业的盈利能力和营运能力都相当稳定，几乎没有较大的波动出现。这与该阶段内恒瑞医药

稳定的融资结构发展趋势相似,表明企业步入成熟期之后已经形成了稳定且成熟的企业经营模式。高效率的研发创新活动不仅为企业带来了高额利润,满足了内源融资需求,同时高比例的内源融资方式也为企业后续产学研活动提供了充足、自由的资金保障,企业综合成长能力形成了稳定健康的发展趋势。

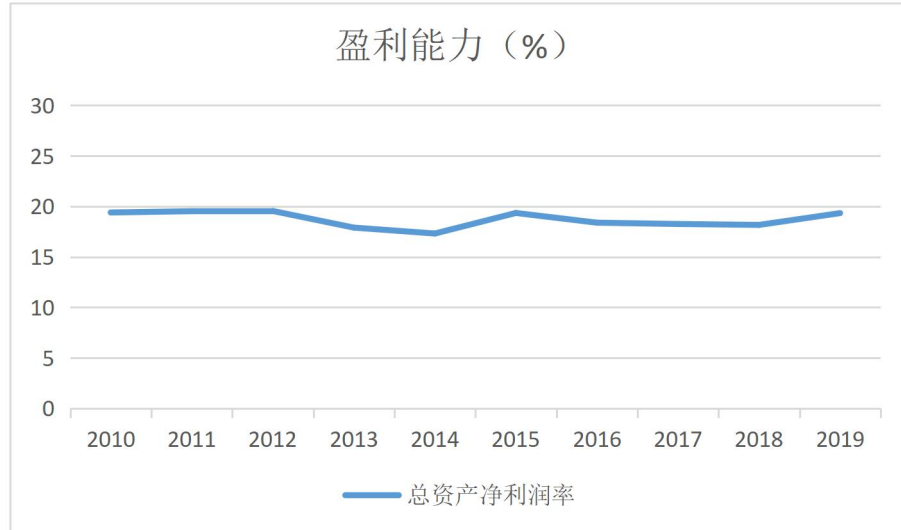


图 3.20 恒瑞医药 2010-2019 年盈利能力变化

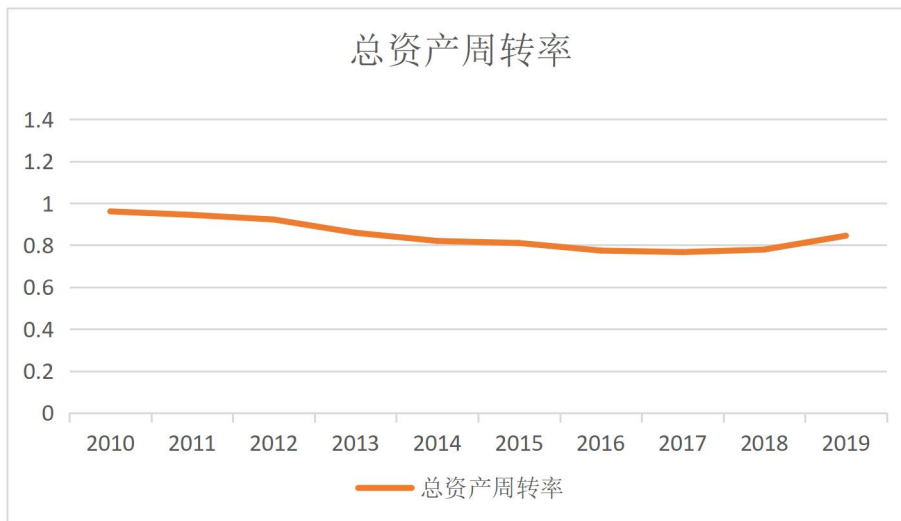


图 3.21 恒瑞医药 2010-2019 年营运能力变化

结合图 3.19 所反映的成熟期内融资结构的变化,可以发现恒瑞医药步入成熟期之后整体稳定性显著提升,以内源融资为首的融资方式为企业的成长和发展提供了稳定且充足的资金来源,也为企业轻资产运营模式下的创新研发活动提供

了有力的资金保障,可以推动企业持续开展创新类药物的研发,推动企业向更深、更广的领域拓展。

综合以上分析,可以发现恒瑞医药自上市之后就向轻资产运营模式转型,基于上市股权融资为企业转型初期提供了大量发展所需的资金,后续随着企业的成长,恒瑞医药的融资方式开始呈现出显著的内源融资偏好,并且进入成熟期之后就逐渐稳定,形成以内源融资为主的融资模式。同时,通过分别对轻资产模式下恒瑞医药的转型初期、成长期和成熟期的综合成长能力展开具体分析,发现企业的成长能力会随着融资方式的变化呈现出相应的变化特征。在转型初期和成长期,企业的成长状态并不稳定,虽然整体具有上升的发展趋势,但是增长速率受多方因素的影响较大,不仅取决于当年是否有创新成果,还会因持续增大的研发资金投入和人力成本出现较明显的波动。随着恒瑞医药对轻资产运营模式更加成熟地应用,企业的研发创新成果开始逐一进入市场,创新类药物不仅具有高回报率,也占有了更高比例的市场份额,这使得企业的内源融资来源的得到了充分的保障,从而为企业继续展开多领域的创新研发活动保证了资金供给,整体提高了企业的成长能力和企业价值,形成了良性的内循环机制。

## 4 案例研究的结论与启示

### 4.1 结论

本文在轻资产运营模式的大背景下，从企业融资方式的角度出发，结合恒瑞医药公司的具体的数据，对企业的成长能力展开具体讨论和分析。首先，利用恒瑞医药的相关数据对该企业轻资产运营模式展开分析，发现该企业财务数据显示出高流动资产、高流动负债、高现金流量以及高研发投入的典型轻资产类特征。这些财务特征意味着恒瑞医药在轻资产运营模式下多方面都具有稳定健康的发展趋势和良好的发展势头。

其次，在上述的轻资产财务特征基础上，对恒瑞医药在轻资产运营模式下的融资方式与企业成长展开具体讨论，基于具体的企业财务数据分析发现，恒瑞医药在轻资产运营模式下，其资产负债率与全行业平均值相比保持了极低的水平，表明该企业与市场上利用负债融资经营的企业相比，较少采用债务融资，而是具有内源融资偏好。进一步对内源融资结构分析可知，恒瑞医药的内源融资主要来源于企业的未分配利润，同时搭配实施低收益分配政策，为企业生产经营活动和创新研发活动提供了充足的资金保障，确保企业能够持续保持卓越的创新技术和市场竞争力。

最后，在整体分析的基础上，本文对恒瑞医药轻资产转型前后后的发展分成两个阶段具体展开讨论。通过分析研究发现，恒瑞医药在轻资产转型期内融资方式选择从股权融资>债务融资>内源融资转化成为内源融资>债务融资>股权融资，且在转型后期内源融资就已经成为了企业成藏发展的主要资金来源。在该阶段内，恒瑞医药综合成长能力逐渐增强，但是由于此时的经营模式并未成熟，企业的核心竞争力也不具有稳定性和长期性，尽管内源融资比例不断提升，为企业高附加值活动提供了充足、自由和高稳定性的资金来源，但是企业的抗风险能力和成长稳定性依然有所欠缺，整个成长期内波动幅度较大。然而，当企业步入成熟期之后，不论是融资结构还是成长能力都表现出显著的稳定性，同时轻资产模式所呈现的融资和财务特征也更加明显。该阶段内，恒瑞医药长期稳定的选择内源融资为主要资金来源，为企业的高附加值活动提供了充足的资金保障，也避免了外部融资所带来的的融资成本和市场风险对企业城战的不利影响。这与第二章中

轻资产企业内源融资偏好结论相符。

## 4.2 启示

恒瑞医药从早期的仿制药起家，到逐渐拥有自主研发药品产业线，再到现在发展成为医药工业龙头，不仅是因为对我国宏观政治、经济和行业拥有正确清晰地认识，也因为其及时把握了科学技术指导思想和国际化战略思维，始终如一地研发创新、积极开拓创新药领域和国际市场，这才能够在医疗改革潮流中始终屹立不倒，且成为了医疗化学行业的“研发一哥”。恒瑞医药在轻资产运营模式下的成功经验尤其值得其他企业借鉴和学习。

### 4.2.1 灵活融资方式，适时调整轻资产融资策略

企业在轻资产化的过程中，尽管能认识到内源融资的重要性，但并不都能从刚开始就实现资金自给自足。当内源融资无法有效满足融资需求时，企业应该正视现实，及时通过有效的外源融资满足企业发展需要，灵活融资方式，满足当下需求。在轻资产运营初期，企业可以利用风险投资渠道，有利于改善民生的项目也可以申请政府专项资金基金，以及税收优惠政策补贴等增加企业现金流。随着企业研发成果和投资项目的成功转化，企业可以充分利用知识产权、技术专利以及品牌、著作等借助无形资产质押的方式向金融机构申请债务融资，解决部分融资难题。当轻资产运营模式常态化之后，企业的成长能力、盈利能力、营运能力以及市场竞争力都会显著提升，此时企业的资金收入逐渐稳定，便能够为内源融资提供充足的资金。因此轻资产企业在成长过程中可以不断地通过适时调整融资策，多元化拓展融资方式实现稳定健康的发展，进而达到提高内源融资比例的目标。

### 4.2.2 紧抓关键业务，构建产学研一体创新模式

一方面，企业在经营过程中始终牢牢抓紧核心产品和关键技术，坚持将自主研发创新置于第一要务，在此基础上确定企业的核心业务和长远战略目标。企业应该时常审视自己长远发展目标、找准当前关键目标，确保自己核心业务的准确



性、正确性和稳定性，充分利用各项资源价值不断提升关键技术含量，确保拥有市场核心竞争力。另一方面，企业要积极落实产学研结合，构建人才培育机制和平台，紧抓研发创新管理，真正形成自己的核心竞争力。在当代知识经济大背景下，从国外引进技术、购置硬件设施而忽视软件的研发和吸收，只能获得短期利益，无法适应长期发展战略。自主创新技术、人才、平台、品牌、营销等轻资产是当前企业产业结构调整的重要着力点，为适应当代经济发展，不断调整企业人才素质结构和层次需求，优化要素分配和资源利用，提高企业市场影响力、打造核心技术和品牌的重要途径。

#### **4.2.3 优化人力资本，完善企业内部控制制度**

内部控制制度影响到企业成长的各个方面，能够对生产经营活动的各个环节产生作用，完善的内部控制制度不仅可以降低企业的经营风险，还能使企业经营投资决策向高质量健康方向发展。一方面，要加强企业内部人员管理，对高层管理人员应当充分发挥企业内部审计和监督作用，尽可能降低道德风险和机会主义对企业运营的负面影响。另一方面，要加强企业职工的培训管理，让所有员工能够适应时代发展的步伐，尤其是职能分工和专业技能方面，要加强培训与学习，保证轻资产运营理念和融资方式优化得到确切有效的落实。最后，要构建合理的管理层激励机制，不仅要高管短期薪酬与企业长期股权相结合，让管理层着眼于企业未来发展制定有关经营决策；而且要建立以创新为导向的高层管理人员薪酬激励机制，促使他们加大企业的创新研发投入，只有将创新指标加入到高管业绩衡量之中才能提高管理层风险承担能力和意愿，提高企业的核心竞争能力。

## 参考文献

- [1] Barry D. Baysinger, Rita D. Kosnik, Thomas A. Turk. Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy[J]. The Academy of Management Journal, 1991, 34(1).
- [2] Control Systems[J]. The Journal of Finance, 1993, 48(3).
- [3] Douglas W. Diamond. Financial Intermediation and Delegated Monitoring[J]. The Review of Economic Studies, 1984, 51(3).
- [4] Enrico C. Perotti, Luka Vesnaver. Enterprise finance and investment in listed Hungarian firms[J]. Journal of Comparative Economics, 2003, 32(1).
- [5] H. Gillender. Book Review: Politics, Finance and the Role of Economics by C. D. Foster. London: Allen and Unwin. 1971. pp.232. £3.50 Public Enterprise by C. D. FOSTER. London: Fabian Society. 1972. pp. 33. £0 • 30[J]. Urban Studies, 1974, 11(2).
- [6] Isik Inelbag. Financing Decisions and the Theory of the Firm[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1973, 8(5).
- [7] Jensen Michael C., Meckling William H.. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. North-Holland, 1976, 3(4).
- [8] John Reeder. Corporate Loan Financing in the Seventeenth and Eighteenth Centuries[J]. Common Law World Review, 1973, 2(4).
- [9] Michael A. Bernstein. Saving Capitalism: The Reconstruction Finance Corporation and the New Deal, 1933 - 1940[J]. The Journal of Economic History, 1988, 48(4).
- [10] Myers Stewart C., Majluf Nicholas S.. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. North-Holland, 1984, 13(2).
- [11] Roger Gregory. Belmont Finance Corporation v. Williams Furniture Ltd. (No. 2)[J]. The Modern Law Review, 1981, 44(1).
- [12] Ross Stephen A.. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach[J]. The Bell Journal of Economics, 1977, 8(1).
- [13] Stewart C. Myers. Finance Theory and Financial Strategy[J]. Interfaces, 1984, 14(1).
- [14] William T. Ganley. The Theory of Business Enterprise and Veblen's Neglected Theory of Corporation Finance[J]. Journal of Economic Issues, 2004, 38(2).
- [15] 鲍静海, 张会玲. 创业板上市公司融资结构分析——解读科技型中小企业融资困境[J]. 金融理论与实践, 2010(12):83-86.
- [16] 曾爱民, 傅元略, 梁丽珍. 为什么企业偏好保守资本结构?——一个支持财务柔性理论的经验证据[J]. 商业经济与管理, 2013(06):48-59.
- [17] 陈蒙. 我国医药制造业的竞争力现状及发展趋势[J]. 企业技术开发, 2005(11):84-86.
- [18] 褚淑贞, 张丽丽, 韩之俊. 中国医药制造业产业集聚实证研究[J]. 经济问题, 2007(05):53-55.
- [19] 戴天婧, 张茹, 汤谷良. 财务战略驱动企业盈利模式——美国苹果公司轻资产模式案例研究[J]. 会计研究, 2012(11):23-32+94.
- [20] 冯根福, 吴林江, 刘世彦. 我国上市公司资本结构形成的影响因素分析[J]. 经济学家, 2000(05):59-66.
- [21] 傅伟. 中国上市公司融资方式的选择研究[D]. 山东农业大学, 2007.
- [22] 郭鹏飞, 孙培源. 资本结构的行业特征: 基于中国上市公司的实证研究[J]. 经济研究, 2003(05):66-73+93.
- [23] 韩慧林. 小微企业外源性融资模式研究[D]. 河南理工大学, 2013.

- [24] 何瑛,胡月.戴尔公司基于轻资产盈利模式的价值创造与管理分析[J].财务与会计,2016(06):37-40.
- [25] 洪锡熙,沈艺峰.我国上市公司资本结构影响因素的实证分析[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2000(03):114-120.
- [26] 黄东坡.中小企业融资结构理论述评[J].征信,2013,31(09):85-88.
- [27] 黄昊,王莎莉.基于“社会资本”的科技型中小企业融资问题分析[J].财会通讯,2011(05):18-20.
- [28] 江龙,宋常,刘笑松.经济周期波动与上市公司资本结构调整方式研究[J].会计研究,2013(07):28-34+96.
- [29] 姜付秀,刘志彪.行业特征、资本结构与产品市场竞争[J].管理世界,2005(10):74-81.
- [30] 姜军.解决轻资产企业融资难题[J].新理财,2020(Z1):70-73.
- [31] 康晶.成长型中小企业融资的理论及实证研究[D].吉林大学,2007.
- [32] 孔爱国,薛光煜.中国上市公司资本结构调整能力的实证研究[J].复旦学报(社会科学版),2005(04):39-46.
- [33] 李京,穆瑞田.轻资产企业的融资问题研究[J].青春岁月,2015(17):234.
- [34] 李连华,倪伟才.融资理论的实践效应及其验证——基于中国上市公司的数据分析[J].财经论丛(浙江财经学院学报),2005(06):44-51.
- [35] 李善民,刘智.上市公司资本结构影响因素述评[J].会计研究,2003(08):31-35.
- [36] 李小见.我国中小企业融资难的对策研究[D].首都经济贸易大学,2009.
- [37] 李映照,陈妮娜.我国制造业上市公司资本结构的影响因素研究[J].统计与决策,2005(20):47-49.
- [38] 李玉新,杨娜,刘国芳.价值管理的完美演绎——解读苹果公司轻资产商业模式的内在逻辑[J].资本市场,2011(12):48-51.
- [39] 李云帆.轻资产公司运营中的“轻”与“重”[J].山东纺织经济,2013(10):32-33+107.
- [40] 廖涵平.轻资产公司财务特征与发行上市制度优化[J].证券市场导报,2015(04):1.
- [41] 林盛娜.企业轻资产化战略运用分析[J].经济师,2013(10):270-271.
- [42] 林毅夫,李永军.中小金融机构发展与中小企业融资[J].经济研究,2001(01):10-18+53-93.
- [43] 刘欢.融资方式选择与并购绩效评价[D].湖南工业大学,2018.
- [44] 刘扭霞.企业融资方式选择:理论与影响因素[J].生产力研究,2005(04):205-206+227.
- [45] 刘爽,王军辉,刘玉锁.轻资产企业价值评估的探讨[J].会计之友,2014(20):48-52.
- [46] 刘闲月,林峰,孙锐.企业轻资产商业模式的内涵、动因及运营中的战略能力[J].中国流通经济,2012,26(05):72-77.
- [47] 刘燕.基于互联网金融的轻资产公司融资研究[J].时代金融,2017(05):39+45.
- [48] 龙勇,常青华.创新水平差异对融资方式选择影响——基于风险资本与银行债务资本的比较研究[J].中国管理科学,2008,16(S1):202-206.
- [49] 陆正飞,高强.中国上市公司融资行为研究——基于问卷调查的分析[J].会计研究,2003(10):16-24+65.
- [50] 吕民乐.轻资产运营利弊分析[J].安徽科技,2004(12):31-33.
- [51] 穆林娟,赵楠.轻资产运营特征及其面临的风险分析[J].商业会计,2015(17):23-25.
- [52] 穆荣平,蔡长塔.中国医药制造业国际竞争力评价[J].科研管理,2001(02):127-135.
- [53] 屈航.谈融资理论的发展历程及应用现状[J].商业时代,2011(23):61-62.
- [54] 邵建军,张世焦.轻资产运营企业会倾向于内源性融资吗? [J].财会通讯,2019(24):101-104.
- [55] 沈坤荣,张成.中国企业的“外源融资”与企业成长——以上市公司为案例的研究[J].管理世界,2003(07):120-126+143-155.

- [56] 沈坤荣. 外资流入的影响因素与外溢效应——评“FDI 与经济发展: 菲律宾案例”[J]. 国际经济评论, 2005(01): 26-27.
- [57] 沈望奇. 上市公司资本结构对企业绩效的影响研究——基于医药制造业的分析[J]. 财会学习, 2021(06): 18-19+46.
- [58] 苏冬蔚, 曾海舰. 宏观经济因素与公司资本结构变动[J]. 经济研究, 2009, 44(12): 52-65.
- [59] 苏植权, 方秀文. 广东科技型中小企业融资存在的问题、成因及对策研究[J]. 科技管理研究, 2007(05): 67-68+77.
- [60] 孙黎, 朱武祥. C 时代的商业模式[J]. IT 经理世界, 2011(10): 85-87.
- [61] 谈儒勇. 论融资支持与我国乡村企业的成长[J]. 经济科学, 2001(05): 44-51.
- [62] 汤谷良, 高原. 企业轻资产盈利模式的财务挑战与实践路径[J]. 财务研究, 2016(03): 3-8.
- [63] 汤胜. 企业融资的市场时机选择理论述评[J]. 经济纵横, 2007(04): 65-68.
- [64] 唐国正, 刘力. 公司资本结构理论——回顾与展望[J]. 管理世界, 2006(05): 158-169.
- [65] 汪辉. 上市公司债务融资、公司治理与市场价值[J]. 经济研究, 2003(08): 28-35+91.
- [66] 王东升. 商业模式、财务战略与企业价值[D]. 山西财经大学, 2016.
- [67] 王佳莹. 我国中小企业融资困境及其对策研究[D]. 吉林大学, 2016.
- [68] 王军辉. 轻资产运营、企业价值与价值评估[J]. 中国资产评估, 2014(06): 11-15.
- [69] 王智波, 李长洪. 轻资产运营对企业利润率的影响——基于中国工业企业数据的实证研究[J]. 中国工业经济, 2015(06): 108-121.
- [70] 温静. 基于企业生命周期的高科技中小企业融资方式研究[D]. 江苏大学, 2009.
- [71] 吴淑娥, 仲伟周, 卫剑波, 黄振雷. 融资来源、现金持有与研发平滑——来自我国生物医药制造业的经验证据[J]. 经济学(季刊), 2016, 15(02): 745-766.
- [72] 向泽华. 现代融资理论的发展及启示[J]. 商场现代化, 2007(18): 143-144.
- [73] 谢丽云. 我国医药制造业经济产出状况及其影响因素分析[D]. 北京中医药大学, 2014.
- [74] 徐光伟, 王卫星. 轻资产运营模式的融资困境与机制创新研究——一个科技型企业的案例分析[J]. 当代财经, 2013(10): 66-75.
- [75] 徐明, 刘金山. 何种金融结构有利于技术创新——理论解构、实践导向与启示[J]. 经济学家, 2017(10): 54-64.
- [76] 徐晓音. 我国中小企业融资方式选择影响因素研究[D]. 华中科技大学, 2010.
- [77] 徐子尧. 上市公司融资方式选择——一个基于控制权收益的分析框架[J]. 经济与管理研究, 2010(02): 38-43.
- [78] 杨婷, 杨毅, 朱秋华. 基于成长能力的创业板上市公司融资方式与融资效率研究[J]. 广西科技大学学报, 2019, 30(01): 118-125.
- [79] 杨玉波. 资本结构问题中财务杠杆的作用[J]. 商业研究, 2002(15): 81-83.
- [80] 姚梅芳, 任惠萍, 姚俊红. 我国创业融资金融体系创新研究[J]. 经济纵横, 2006(02): 12-13.
- [81] 于东智. 资本结构、债权治理与公司绩效: 一项经验分析[J]. 中国工业经济, 2003(01): 87-94.
- [82] 余金珊. 基于生命周期的高新技术企业融资方式研究[D]. 天津财经大学, 2012.
- [83] 袁源. 不同成长阶段下创新型中小企业融资问题研究[D]. 中南大学, 2008.
- [84] 张昌彩. 企业融资结构与资本市场发展[J]. 管理世界, 1998(03): 92-102.
- [85] 张昕, 陈林. 产业聚集、知识溢出与区域创新绩效——以医药制造业为例的实证研究[J]. 科技管理研究, 2011, 31(19): 69-72.
- [86] 张永庆, 刘清华, 徐炎. 中国医药制造业研发效率及影响因素[J]. 中国科技论坛, 2011(01): 70-74.
- [87] 章家清, 张学芬. 中国医药制造业技术创新能力实证研究[J]. 工业技术经济, 2015, 34(05): 41-48.

- [88] 赵蓓文.企业融资结构理论与中国企业融资模式的选择[J].世界经济研究,2001(05):76-81.
- [89] 赵旭.基于生命周期理论的上市公司融资结构研究[J].财经论丛,2012(02):84-89.
- [90] 赵勇. 基于生命周期的民营企业融资方式研究[D].西南财经大学,2010.
- [91] 周泽将,邹冰清,李鼎.轻资产运营与企业价值:竞争力的角色[J].中央财经大学学报,2020(03):101-117.
- [92] 邹鲜红. 我国医药制造业技术创新效率及其影响因素研究[D].中南大学,2010.

## 后 记

时光飞逝，岁月如梭，伴随着绵绵春雨，我就要结束学生生涯，进入人生新阶段。回首过往，18岁时背起行囊成为南下游子，三年前开始科学初探，求学过程酸甜苦辣，却赢得了逐渐平静安定的内心。

三年求学，所幸遇到诸多良师益友，给我内心慰藉和前进动力，因此时时心怀感恩。首先，感谢兰州财经大学导师邵传林教授，收我为徒，领我入门，教授我经济应用基础知识，并给予我很多交流学习机会，让我有幸仰望更多学术泰斗、攀登学术高峰。邵老师敏锐严谨、一丝不苟的科学精神是我之楷模，虚怀若谷、恢廓大度的胸怀使我受益匪浅。邵老师在传授科学知识的同时也教导我很多做人的道理，在我心浮气躁时严格训诫，困顿徘徊时温声鼓励，给与远离家乡的我如父亲般的温暖，感激不尽！其次，感谢师兄闫永生、师姐王育娇和范文静为我指引方向、答疑解惑，在我科研低谷期的鼓励和帮助，其严谨认真、自律自强的科研作风为我之榜样，也是我求学期间不断进步的鞭策者！感谢室友王可、王彩琳和司小涵在求学路上结伴同行，在生活上的照顾、陪伴和帮助，相互促进，共同进步。

春花秋月，夏雨冬雪，匆匆二十七载，家人是我坚持不懈、勇往直前的有力后盾，更是我遭遇挫折时寻求慰藉的温暖港湾。感谢父母的以身作则和谆谆教诲，养育之恩，没齿难忘；感谢爷爷奶奶、外公外婆，让我承欢膝下；感谢姐姐的包容、关怀和鼓励。

2021年的毕业季注定不平凡，感谢国家在疫情肆虐期间提供给我安全稳定的科研环境，感谢各位医务工作者舍生忘死，奔赴前线，救死扶伤，让我懂得家国大义，其精神之可贵，是我等仰望之巅峰。

谨以此文，献给我的过去与未来，还请时光多多关照！