

# 高新技术企业实施可转换债券融资的相关问题

袁天荣(博士生导师) 黄永安 杨宝

(中南财经政法大学会计学院 武汉 430073)

**【摘要】**目前,我国尚缺乏促进高新技术企业发展的融资机制和健全的融资体系。本文在剖析高新技术企业融资特征与融资困境的基础上,考察了高新技术企业采用可转换债券融资的适用性,并有针对性地提出了我国高新技术企业实现可转换债券融资的操作措施。

**【关键词】**高新技术企业融资 融资特征 可转换债券

## 一、高新技术企业的融资特征与融资困境

### 1. 高新技术企业的融资特征。

(1)融资的高需求性。高新技术的研发和成果转化是影响企业可持续发展的关键因素,而充裕的资金则是技术研发和成果转化成功的有力保障。因此,从高新企业的创立到形成一定的产业规模,资金投入上都具有数额大、持续时间长、投资结果不确定等特点。

(2)投入的高风险性。技术上,高新技术产品的研发具有较强的探索性,不确定因素多,一般成功率较低;高新技术产品的生命周期短,当新技术产生时,原有技术和产品有可能被淘汰。市场上,即使某项技术具备了垄断性和新颖性,但其产品被市场接受必定有一个过程。财务上,技术、市场前景均被看好的企业,在其产业化过程中也可能因缺乏资金而导致项目无法进行,或因项目失败而破产。

(3)信息的不对称性。高新技术企业的创业者往往掌握有关开发项目的发展前景及其可行性的私人信息,而外部投资者往往不了解这些信息,且缺乏对高新技术产品市场的认识和经验,从而存在较大的信息不对称。高新技术企业中无形资产占比较大,其价值难以评估,这进一步加深了信息的不对称。此外,连接高新技术企业和投资者的信息通道主要是资本市场与中介机构,这两者的发展在我国尚不成熟。

(4)收益的不确定性。高新技术企业的高收益主要来自于其产品的高附加值及可能形成的技术垄断。但是,技术创新者同外部投资者一样,对未来收益并没有特别的信息优势,技术成果能否转化成功、开发的产品是否具有潜在市场并带来经济效益,企业无法预计。任何技术或市场因素的变动都可能导致投资项目满盘皆输,这是高新技术企业的风险普遍高于一般企业的根本原因。

### 2. 高新技术企业的融资困境。

(1)银行贷款门槛高。①高新技术企业主要拥有无形资产,如知识产权和科研成果等,难以提供有保障的贷款担保物;②高新技术企业的核心技术往往处于研究的前沿领域,技术应用风险很大,银行对其缺乏了解和认知;③高新技术企业

没有良好的盈利记录,难以获得较高的信用度。以上因素导致银行缺乏对高新技术企业放贷的动力。

(2)上市融资、发行债券难度大。多层次资本市场体系中,主板市场的高门槛使高新技术企业可望不可即,中小板和创业板门槛虽然有所降低,但对大多数高新技术企业来说,由于资本规模、盈利等方面的要求依然较高,仍难以达到其要求。区域性市场和场外交易市场的缺乏又压抑了高新技术企业直接融资和股权交易的意愿。而受《证券法》的限制,我国企业债券的发行主体主要是信誉高、风险小的国有企业,且发行要经主管部门非常严格的审批,目前我国信用评级体系还不完善,高新技术企业很难进入这一市场。

(3)民间资本规模小。民间资本是高新技术企业资金来源的有益补充。民间资本融资灵活而便捷,能及时提供贷款且还款期限和结息方式多样,利率调整灵活;不需抵押担保,多采用信用贷款方式,能满足高新技术企业多样化的融资需求。但我国民间融资信用担保体系尚不完善,信贷担保能力不足,通过正常渠道筹集的民间资本规模很小,因此目前民间资本发挥的作用还非常有限。

## 二、可转换债券融资对高新技术企业的适用性

**1. 融资的低成本性。**可转换债券在转股前是一种附加了转换期权的特殊债券,因而票面利率比普通债券更低,发行利息成本也较低。加之很多可转换债券具有回售条款,其票面利率可以进一步降低,这为企业大大降低了融资成本,且债券利息还具有税盾作用。

可转换债券在转换成股票后,持有人成为公司股东,发债企业将负债变成了企业资本金,相当于股票融资,又节约了再融资费用。虽然企业有分配股利的责任,但股利相对于利息来说是一种软约束,其支付取决于企业的股利分配政策,具有较高的灵活性。当企业拥有新的投资项目需要资金时,可以改变利润分配政策,将利润转化为投资,进行内源融资。

**2. 信息的可甄别性。**高新技术企业的价值主要取决于企业家独特的人力资本、市场以及管理能力。对高新技术企业来说,事后的道德风险不一定是其面临的主要风险,事前的信息

不对称才是制约企业融资的关键问题,信息不对称的程度主要取决于企业家创意的真实性和企业家的能力。

由于信息不对称导致传统的股票发行没有吸引力时,公司应该选择发行可转换债券,这样企业利用可转换债券的赎回条款可以间接地实现股权融资,降低由于直接融资导致的逆向选择成本。此外,投资者通过对公司的了解来决定是否行使转换权,这种股权转换的延迟使投资者能掌握更多的信息,随时调整决策从而冲抵信息滞后带来的风险,良好的条款设计和恰当的转换价格也可以缓解信息不对称问题,发挥对投资者利益的保护作用,减少企业融资障碍。

**3. 控制权配置的动态性。**企业的控制权随企业绩效的变化而变化,不同状态下的企业应由不同的利益诉求者控制。因此,融资工具的选择会直接影响公司控制权的分配。可转换债券契约中规定了不同方收益保障优先权的差异性,决定了公司控制权随公司绩效的不同而在投融资双方转换,这更有利于高新技术企业实现高效的控制权动态配置。

当企业发展到一定规模时,债券持有人可在未来以继续投资(将债券转换为股权)的形式分享收益和促进企业发展。此时,将控制权留在企业家手中,不仅符合债券持有人的意愿,而且对企业家具有隐性激励作用;而在高新技术企业运作到相对成熟阶段时,通过可转换债券转股扩大股东队伍,控制权将更为均衡,从而抑制控制权的过度集中,改进公司内部治理机制。当企业业绩欠佳,无法支付固定利息或股息时,如果控制权仍掌握在企业家手中,那么债券人会选择继续投资并管理该企业,这样必然造成社会资源浪费。此时风险投资者将拥有剩余所有权,从而采取有效的行动清算或接管企业,避免社会资源无效配置,或通过更换能力差的企业家,提高资源的利用效率,以保护自身利益。

**4. 投资风险可控性高。**企业需要融资而外部投资者和内部投资者对于企业风险看法不一致时,如果投资者高估企业风险,直接发行股票将损害内部投资者的利益。直接发行普通债券,债权人会通过低估债券价格、提高利率等要求补偿,这时发行可转换债券是较好的融资选择。因为可转换债券具有股价的变异性(与风险直接相关)特点能够提高转换价值,在可转换债券的条款上可以将转股价格定位于内部投资者对可转债价值的估计。

对于小规模、高增长、高风险的高新技术企业,如果发行普通债券,内部投资者在得到资金后,可能将资金用于比当初融资时宣布的项目风险更高的项目上,以期得到更高的回报,而债券投资者将承受与当初约定的回报不相称的风险。通过发行可转换债券,高新技术企业既可以获得较低利率的资金,又可以获得比较宽松的契约条件,这是因为可转换债券使得债权人可以分享由高风险项目所创造的价值。

**5. 融资的分阶段性。**高新技术企业的资金具有分阶段投入的特征,随着研发活动的深入、经营规模的扩大,后续资金需求可能更大,企业需要在每个阶段结束后才能决定是否要进一步融资。为规避风险,投资者必须依据项目的进展情况和应用前景进行阶段性投资,从而减少决策错误,确保投资的

灵活性,提高投资效益。可转换债券具有连续融资特征,正好满足了投资者对高新技术企业分阶段投入资金的要求。

### 三、实现可转换债券融资的措施

**1. 完善相关法规。**目前我国实施的《上市公司发行可转换公司债券实施办法》只适合主板上市公司。由于其标准高、要求严,并不适用于高新技术企业特别是处于初创期乃至成长期的高新技术企业。因此,我国应在一定程度上放宽对可转换债券的发行限制,降低发行标准,简化发行流程,制订适合高新技术企业的可转换债券管理办法,为有良好成长前景的高新技术企业提供更多的融资机会。

**2. 合理设计发行条款。**高新技术企业发行可转换债券,其发行条款的设计,既要体现高新技术企业规模小、资金需求大、技术更新快、风险大的特点,又要考虑双方的收益、风险和成本等问题,应通过条款设计的差异化来解决这些问题。转换价格的设计应均衡双方的利益,以“双赢”为目标;票面利率应根据未来证券市场走势、市场平均收益率等来设计,实现风险和收益的最优组合;转股条款应保持纯债券价值与转股期权价值之间比例关系的合理配置,使可转换债券具有良好的债性和股性;明确赎回条款和回售条款,使赎回条款和回售条款对发行人和投资者都具有良好的约束和激励作用;减少转股价值向下修正的次数,严格限制重设条款的次数。

**3. 完善监管机制。**监管部门应该加强对发行可转换债券公司的监管,资格审批程序应更加公开透明。应加强对募集资金使用过程的监督,建立完善的资金使用绩效评价体系,完善信用评级体系,加强对评级机构的有效监管,防止发行公司与评级机构“合谋侵害”转债投资者。发行公司则应及时披露信息,完善信息披露制度。

**4. 建立健全政府担保体系。**从投资者的偏好来看,风险规避型投资者不愿意涉入高风险领域,为鼓励银行和个人投资者向高新技术企业投资,政府可以利用政策性手段为银行和个人投资者向高新技术企业的投资提供担保,从而降低他们向高新技术企业投资的风险。具体可仿照美国中小企业管理局对其中小企业提供担保贷款的做法,凡申请担保并获准的小企业在逾期不能归还可转换债券款项时,由政府保证支付不低于某个比例的未偿部分,从而使按正常渠道无法获得融资的小企业获得资金上的支持。

毋庸置疑,可转换债券的实践与创新对于拓展高新技术企业的融资渠道、丰富证券市场的融资工具等具有非常重要的意义。随着我国市场各方对可转换债券认识不断深化,凭借可转换债券自身的优势以及市场上对其需求的增加,可转换债券在我国资本市场一定会焕发出新的生命力。

**【注】**本文系湖北省科技厅软科学课题《湖北省高新技术企业利用资本市场研究》(项目编号:2010DEA015-1)、安徽省哲学社会科学规划项目(项目编号:AHSKF07-08D07)的阶段性成果。

### 主要参考文献

Aghion P., Bolton P.. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting. Review of Economics Studies, 1992;3