



从生命周期理论看我国高新技术企业融资

西安民生集团股份有限公司 黄茹军

由于高新技术企业在其生命周期不同阶段的风险及特征均不相同,因此应考虑分别采用不同的融资方式。本文从生命周期理论的角度出发,分析我国高新技术企业在生命周期不同阶段的最优融资方式。

一、我国高新技术企业融资现状

1. 高新技术企业股权融资的资本缺口。高新技术企业存在股权融资资本缺口的具体原因有以下几方面:①在资本市场上发行股票有一个最低资本规模的要求,该要求对高新技术企业来讲显然“门槛”太高。②风险投资的介入虽然在一定程度上缓解了中小型高新技术企业外部融资的困难,但其规模有限,且对投资的方向、数量、运行机制等都有着严格的限制,因而中小型高新技术企业融资困难的问题并未从根本上得到解决。③风险投资的特征决定了其在缓解资本缺口方面的作用有限——由于承担了向小企业贷款而产生的高于银行的信贷风险,因此风险投资资金通常要求取得更高的回报,只有这样才能满足风险投资者的投资要求。

2. 高新技术企业的债务融资缺口。由于高新技术企业规模小、资信度低、可供抵押的资产少、财务制度不健全、破产率高,一般银行会因贷款风险太高而不愿贷款给高新技术企业。而且,高新技术企业所需贷款一般单笔数额不大但贷款

形象、商标或服务上重复地获取利润。这种模式使得企业通过重复使用优势资产(产品、品牌及其他资产)而获取超额利润。例如,美国的迪斯尼公司和我国的海尔公司就是采用的这种模式。

(三)成熟阶段

上市公司产品销售市场已经稳定,销售绝对量增加,但销售速度放慢,债务陆续偿还,这说明上市公司进入成熟阶段。此时,经营活动现金净流量一般为正数,投资活动现金净流量为正数,筹资活动现金净流量为负数。企业可采取的盈利模式有以下几种。

1. 技能转移模式。进入成熟阶段的企业尽管在技术、市场、管理等方面已具备了较多优势,但企业需要寻求新的增长点。获得新利润的关键是把企业现有的优势转移或者复制到另一种职能或新的业务中。

2. 行业标准模式。行业标准模式的重要特征是它的规模收益性。进入这个系统的人越多,系统的价值就越高。随着系统价值的增加,行业标准持有人就可以得到相当高的规模收益。

(四)衰退阶段

这一阶段企业的产品销售量已经达到临界点,市场萎

频率相对较高,这使得银行对高新技术企业放款的单笔管理费用高于对大企业放款的相关费用,因而银行出于盈利性原则考虑会不愿对其放款,造成高新技术企业无法通过向银行进行债务融资来满足其正常的生产经营需要。

二、我国高新技术企业各成长阶段的融资特征

1. 研究开发阶段。在该阶段,企业面临三方面的风险:一是高新技术不成熟的技术风险;二是能否开发出产品及产品能否被市场所接受的市场风险;三是管理风险。此阶段项目的失败率很高,故而企业的主要任务是确定项目在技术和商业上的可行性。由于企业没有开始正式的生产经营,资金的需求量不大,主要资金来源是自有资金和创业者自己的积蓄。

2. 创业阶段。此阶段企业的主要目标是尽快实现盈亏平衡,解决创业阶段的生存问题。因此,该阶段需要的是长期资本,换言之,企业需将股权出售。该阶段通常是风险投资资金乐于进入的阶段,股权融资为该阶段的首选,不过这时的股权融资只是原始股份。

3. 早期成长阶段。在这一阶段,随着技术的完善和市场的进一步开拓,企业的技术风险得到一定程度的释放,企业的组织结构初具规模,各方面日趋完善,这时需要大量的资金来购买设备等,且需要的资金比研究开发阶段和创业阶段要多得

多,老产品接近淘汰,新产品却还没有问世,这说明企业已进入衰退阶段。此时,企业经营活动现金净流量为负数,投资活动现金净流量为正数,筹资活动现金净流量为负数。那么,要使企业继续生存,其盈利模式可以作如下调整。

1. 价值链重新整合。当价值转移到价值链的上下游时,企业应扩展原有的经营范围,来参与那些过去认为是上游或下游的经营活动。

2. 客户重新定位。对客户的重新定位可以通过若干层面来实现:不同的细分市场,不同价值链的参与者、影响者,新的决策者、参加者。

3. 从组织金字塔到网络模式。许多传统的金字塔结构的组织使公司接触外界、对外界信号保持敏感的能力降到最低限度。而网络模式与外部有着广泛的接触,可以帮助企业打破或者剔除官僚主义,尽量面对客户,分散化决策,它既适用于企业也适用于个人。

4. 创业家模式。当企业发展到一定程度时,规模不经济开始发挥作用。企业不再具有与客户直接联系和节俭等优势。因此,企业可以采用创业家模式进行重组,将企业分为许多很小的利润中心,以便强化盈利责任,更加接近客户。□

多,本阶段最主要的资金来源仍然是风险资本。

4.加速成长阶段。由于企业处于高速成长期,需要大量的资金投入,因此该阶段的融资方式是内部融资、股权融资和债务融资相结合。在此阶段,企业的成长资金主要来源于三个方面:

(1)自我积累(内部融资)。高新技术的高效益为高新技术企业自我积累资金创造了条件。企业通过发展已有产品和控制股利分配政策,在一段时期内可积累一定的利润,通过对留存收益进行合理的再投入,可以不断增强企业资金的自我积累能力,最终能够保证企业成长所需的资金投入。

(2)股权融资。当企业发展到一定规模时,企业就可以通过扩张股本的方式募集成长资金。

(3)债务融资。随着企业生产经营规模的扩大,企业的资产规模也迅速扩张,可供抵押的资产也就随之增加,这就为债务融资创造了条件。

可见,该阶段企业的融资方式主要为内部融资、股权融资和债务融资。企业的资金主要来源于留存收益,其次是信贷资金和风险资本,并可准备申请在创业板上市。

5.稳定成长阶段。在该阶段,企业的主导产品已经确定,产品的市场销路不断扩大,市场占有率逐渐提高,企业的核心竞争力或资源优势已经形成。因而,此阶段主要通过公开发行股票或通过债务融资方式筹集资金。

6.成熟阶段。经过前几个阶段的成长,进入这一阶段的高新技术企业的产品已经占有较大的市场份额,企业的利润也逐渐趋于行业平均利润,企业的价值得到进一步确认。企业通过发行股票等方式扩大了企业生产经营规模,企业风险逐渐降低。

经过上述六个成长阶段后,高新技术企业进入衰退阶段,企业原有的产品逐步被市场上的新产品所淘汰,企业要生存和发展下去,就必须寻找新的事业机会,开发出新产品。如果没有新项目的支撑,那么企业往往面临着被兼并或破产的可能。从以上高新技术企业各成长阶段的融资特征来看,企业所处的成长阶段不同,各阶段风险不同,其融资方式也不尽相同,有的阶段以某种融资方式为主,有的则是多种融资方式共用。

三、我国高新技术企业的几种最优融资策略

1.内部融资。内部融资主要具有以下优点:首先是自主性,内部融资所融得的资金是企业自有资金,受外界的制约和影响较小;其次是低成本性,内部融资成本较低,不需要直接向外界支付相关的融资成本和费用;再次是低风险性,内部融资的低风险性一方面与其低成本有关,另一方面是它不存在支付危机,因而不会因出现支付危机而导致财务风险;最后是相对于债务融资、股权融资来说,内部融资的效率较高。

2.吸引风险投资。风险投资的本质特征使得其对高成长性的高新技术企业融资需求有较强的亲和力,其原因是:第一,风险投资以权益性资本方式进入能有效解决风险与收益不对称的问题;第二,能有效解决风险投资与高新技术企业创业者之间的信息非均衡问题;第三,权益性风险投资使高新技术企业能够获得持续的资金支持;第四,风险投资不仅

解决了权益性融资的问题,还为高新技术企业带来增值服务,风险投资可以通过各种方式和技术约束企业家的行为,其分期投入会激励企业家选择最佳的模式开发新产品,使得代理成本降到最低,从而给高新技术企业带来增值服务。

3.债务融资。高新技术企业的债务融资方式主要有以下几种:首先是商业银行贷款。在有资产可作抵押的情况下,商业银行是高新技术企业发展初期最常用的融资渠道。其次是商业票据融资。商业票据作为货币市场交易工具之一风险相对较小,但对大多数高新技术企业来讲利用商业票据融资十分困难。再次是债券融资。利用这一融资工具的最大优势在于其利息为固定费用,且由于利息的节税作用,可以降低企业的加权平均资本成本。最后是政府担保贷款、贴息贷款和出口信贷。高新技术企业的经营期限短、市场规模小、可抵押的有形资产少,这使得其信贷融资较为困难,为了解决这一难题,往往需要政府的资助。

4.股权融资。高新技术企业进入加速成长阶段和稳定成长阶段后,企业需要筹集大量资金用以扩大生产规模、进一步开拓市场,提高产品质量和经济效益。而这时企业通过公开发行股票进行融资的条件已经成熟,因而可以选择公开上市发行股票来融通资金。

5.股利及其他融资方式。高新技术企业的融资应在权衡各种融资渠道、融资方式和融资风险的基础上选择适合自己的最佳融资策略,降低企业融资的加权平均资本成本,最大限度地提高公司价值。

综上所述,由企业不同成长阶段的风险特点所决定的高新技术企业融资方式选择顺序为:高风险阶段,以外部融资、风险投资为主;企业进入稳定成长、成熟阶段后,股权融资、兼并及债务融资等方式可予以考虑;而股利融资只有在企业拥有了足够的现金流量后才是一个可供选择的融资方式。由此,我们可以得到高新技术企业融资策略的优先选择顺序:自筹资金、留存收益、风险投资、政策性资金、借债(或发行可转换债券)、发行新股,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再股权融资。

四、改善我国高新技术企业融资现状的建议

从完善金融体系的角度看,应该建立多元化、多层次的企业融资体系。我们可以从债权融资和股权融资的多元化着手,降低高新技术企业对商业银行贷款的过分依赖。

从商业银行不断创新、发展的角度看,要促进高新技术企业贷款规模的扩大,需要做到以下几点:发展社区银行,推动大型银行信用评级模型的应用,以增加银行对高新技术企业的贷款;打破我国银行的垄断,加速利率市场化,从而改善对高新技术企业的金融服务;实现组织模式向以价值链为核心的模式的转变等。

从高新技术企业自身改革进步的角度看,我们应该不断完善高新技术企业的制度,健全公司治理结构。对民营企业要引导其资本向社会化方向发展,改变家族式管理方式,吸收现代企业制度和管理制度的精华;对于集体企业要推动产权改革,明晰产权关系。另外,还应该规范财务制度,按照国家的有关规定,建立能正确反映企业财务状况的制度,以提高企业财务透明度。□