

我国高科技企业的 资本成本国际化战略

郭海燕 张敏霞 何燕青

摘要 本文在我国即将“入世”的大前提下,探讨了我国高科技企业资本成本国际化的理论依据和现实意义;并进一步对我国高科技企业在资本成本国际化战略中可选用的渠道提出了一些设想和建议。

关键词 资本成本 融资风险 二板市场 可转让筹资工具

一、“入世”对我国高科技企业的机遇与挑战

21世纪将是微电子、信息技术、生物、新材料、新能源等为代表的高科技企业的高速成长时期。高科技产业已成为最具活力和潜力的新经济增长点。加入世贸组织后,对我国的高科技企业来说,机遇更多,挑战也更多。

首先,“入世”将为我国的高科技企业创造更加广阔的舞台,促使它们增强竞争意识,改善产业结构,增加 R&D 投入,站在国际市场的角度制定企业的发展战略,不断开拓海外市场。

其次,“入世”后,我国高科技产业的国际竞争压力也会随之而来。与国外的竞争者相比,我国的高科技企业规模较小,资金来源单一,融资成本较高;而且国内资本市场资金不足和新上市证券难以被消化的问题正日趋突出。所有这些都已成为影响我国高科技产业国际竞争能力的重要因素。

笔者认为,面对这种状况,我国高科技企业在融资决策中,应当勇敢地走出国门,采取从国际资本市场上融资的方式,通过有效的国际资本运作来分散风险,实现资本成本的国际化,最终进入低资本成本的运营轨道。

二、我国高科技企业实现资本成本国际化的意义和可行性

(一) 资本成本国际化的理论基础

对大多数企业而言,基本的融资方式有两种,即债权融资和股权融资。依据 M-M 理论,企业的市场价值可以表示为: $V = D + E$, 其中 D 代表债务融资的价值; E 代表权益融资的价值。

企业的价值与企业的资本成本成反向关系:资本成本越低,则企业未来现金流用资本成本折现后的净现值也就越大。对一个既发行债券又发行股票的企业来说,其资本成本通常用加权平均资本成本(WACC)来表示,即: $WACC = K_D(1 - t)\frac{D}{V} + K_E\frac{E}{V}$,其中 t 是公司所得税率, K_D 和 K_E 分别是债务和权益成本, D/V 称为资本结构。

由此可见,资本成本是企业融资决策要考虑的关键因素。如何降低资本成本,达到目标资本结构,提高企业的价值是决策者们关注的中心。

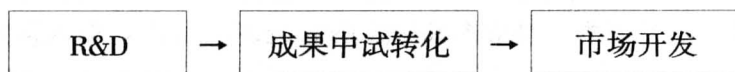
资本成本国际化战略即是指企业采取国际债权融资或股权融资的方式,扩大其债权人或股东的基础,在满足企业融资需要、规避融资风险的同时,使企业能够在国际资本市场范围内控制和调整自身的资本成本,提高企业的市场价值。

(二) 我国高科技企业采取资本成本国际化战略的意义和可行性分析

1. 最大限度地满足资金需求,分散融资风险 高科技企业在技术研究开发及规模化经营的整个过程中,都需要巨额资金投入,如果在某一阶段不能及时获得资金支持,就可能引发融资风险,丧失良机,甚至导致经营失败。

目前,我国的高科技产业正处于高速发展阶段,国内资本市场难以消化如此大量的资金需求。由于缺乏可靠的融资渠道,不仅高科技产品的开发立项受到制约,而且大批技术含量高、市场前景好的项目也难以实现商品化、产业化。

一般,高科技研究成果的产业化要经历以下三个阶段:



依据国际经验,三者经费的比例一般为 1:10:100,而我国的平均水平据统计仅达到 1:1.51:21.03。显然,我国投向高科技产业的资金的不足,尤其是成果中试转化资金的不足是制约我国高科技产业发展的重要因素。

所以,我国的高科技企业若仅仅依赖于国内资本市场,它所面临的融资风险将很大。对其而言,拓展海外融资渠道是解决资金短缺,降低融资风险的好方法。

2. 公司可以通过扩大其投资者的基础来降低资本成本、提高市场价值 一般而言,如果一国的资本市场相对封闭,则意味着该国企业在国内、国外发行同样证券时的资本成本会有所不同。开放力度不够的资本市场的有效性会受到某种程度的制约,市场的系统风险难以分散,投资者要求的回报率较高,从而导致了证券价格的低估和企业资本成本的增大。

证券在国外资本市场上上市可以激发国外投资者的投资需求。因为对于国外投资者来说,外国(证券发行国)经济与本国经济的相关性较小,投资于外国公司的证券可以起到很好的风险分散作用,因此他们要求的报酬率也较低。著名学者 Robert Merton 指出:公司可以通过扩大其投资者的基础来降低其资本成本、提高其市场价值。

我国目前的资本市场正处于成长、完善时期,开放力度有待加强。应该说,我国高科技企业若实行资本成本国际化战略,是可以达到以上预期效果的。这是因为:(1)我国是发展中国家,与美国等西方国家经济的相关性较小,因此对国外投资者来说,将我国公司发行的证券纳入投资组合,可以很好地分散系统风险。(2)目前海外投资者对我国经济普遍看好,对华投资兴趣浓厚。因而我们不能只是等待来自国外的直接投资,而是应抓住有利时机,采

取海外直接融资的方式吸引海外投资者手中的闲散资金。(3)我国蓬勃发展的高科技产业较其他行业而言,在资本成本国际化中有其自身的优势。海外投资者对高科技股票的热度有增无减。他们在选股时很看重企业未来的成长性和 R&D 投入。美国学者 Greg Jarrell 等人对美国股市的研究结果表明,当公众知道某公司提高了其 R&D 投入时,这家公司的股价一般会上升 1%~2%。

3. 提高企业品牌的知名度,利于海外市场的开拓 目前,国际高科技企业的竞争趋势已十分明显:小企业单枪匹马的竞争已逐渐转变为大企业集团之间的国际对抗。当今世界有名的大公司,从通信业的 AT&T、Motorola、Bell South,到计算机硬件的 IBM、Apple、HP,从软件业的 Microsoft、Lotus 到家用电器业的 Sharp、Casio、Tandy 和 Amsfrad,无不选择跨国经营和国际企业集团化的道路,并采取与之相配套的资本成本国际化战略。可以说,这些公司在作出以上资本决策时,不仅考虑到了成本和风险的因素,还考虑到了证券上市的广告效应。

80 年代初,苹果电脑公司的投资者关系部经理曾说过:“我们在东京证券交易所上市的主要目的就是推动 Apple 在日本的销售。”的确,对于我国已从事跨国经营或准备进军海外市场的高科技企业来说,在国外股票市场中挂牌交易可以帮助企业树立国际品牌形象,起到推动市场扩张和销售拓展的作用。

4. 优化产业结构,保持民族企业自主性 国内市场的迅速国际化,造成了目前我国高技术产业中存在着的产业结构倒置现象:三资企业占据主导地位、本国企业反居其次。以电信产业为例,在移动通讯设备方面,我国企业远远落后于国外同行。而且,世界各大通信公司纷纷来华举办合资或独资企业,截至 1995 年,世界排名前 7 位的交换机厂商都已在中国合资办厂;目前,我国程控交换机市场的 50%,移动和光纤传输市场的 85% 都被国外产品占领。

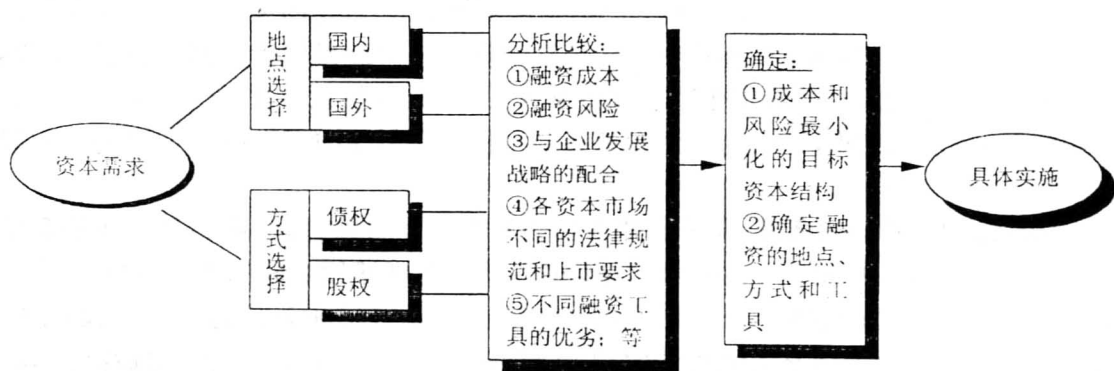
外国资本以收购、兼并、合资等方式,将一些民族企业转变为外资(或外商控股)企业,以雄厚的资本实力为依托,与我们的民族企业争夺市场份额。而我国的高科技产业正处于成长壮大阶段,底子薄、资金少,引进外资仿佛又是在所难免的。

笔者认为,引进外资的方法多种多样,引进外商的直接投资只是其中的一种。面临严峻的竞争局面,我国民族高科技企业应当勇敢地走出国门,到国外的债市和股市去融资,直接吸纳国外投资者手中的闲散资金。只要操作得当、规划合理,在国际证券市场上被国外竞争者控股、收购的风险是可以避免的。可以说,资本成本国际化是我国高科技产业在优化产业结构、保持自主性的一个很好的途径。

三、中国高科技企业的资本成本国际化可采取的融资渠道

基于以上分析我们可以看出,资本成本的国际化对我国高科技企业的发展壮大具有巨大的意义。当然,也并不是说国外融资就一定优于国内融资。企业是否采取和如何采取资本成本国际化战略,应当依据企业自身和国内外资本市场的实际情况,通过严密周详的分析比较优劣得失,力争达到收益与成本的平衡。在这样一个决策过程中,笔者认为,企业可以走以下这条路径(见下页):

随着国际金融市场的发展,企业可选用的融资渠道和工具也越来越丰富。在实际运作中,企业在实施资本成本国际化战略时并无固定模式可循。笔者就股权融资和债权融资提



出以下两点建议:

1. 在股权融资方面,可以首先选择对高科技企业上市有鼓励政策或上市条件较低的二板市场及其预备市场入手,成长壮大后再向主板市场进军 二板市场是与主板市场相对应的一个概念,指主板市场之外专门为中小企业和新兴公司提供融资途径的一种新兴市场。二板市场是一国资本市场的重要组成部分,它和主板市场的根本差异在于上市标准的不同,其上市对象多为具有潜在成长性的新兴中小企业。

美国全国证券交易商自动报价市场可以说是二板市场的鼻祖。它设立于1971年,伴随着硅谷成长起来,在其上市的公司中80%~90%是高科技企业,现已成为仅次于纽约证券交易所的全球第二大股票市场。

国际上的其他二板市场还有:英国另项投资市场,法国新兴证券市场,欧洲新市场,新加坡证券交易及自动报价系统市场等。可喜的是,目前香港的二板市场——“创业板市场”已经开始运作,这必然对我国高科技产业的发展带来巨大的融资便利。

2. 在债权融资方面,欧洲或美国的债市值得开拓 企业除了在海外资本市场上发行股票外,还可以通过债券、信贷安排及项目融资等方式进行筹资。日本债市一直是我国债券发行体的主要海外筹资地之一。然而,美日汇率从来都是汇市动荡的主角,而亚洲金融危机则加重了日元借款的风险。与日本债市相比,欧洲和美国的债市具有稳定、融资风险小的特点,值得进一步开拓。

(1) 欧洲债市拥有品种繁多的可转让筹资工具。形成很久的欧洲货币被人们称为“无国籍货币”,它不受各国金融法规管理,自由兑换性强,对筹资者有很大吸引力。欧洲债券市场形成于1963年,在运作上比较成熟和稳定。

欧洲债券市场对可转让筹资工具认知度较强,浮息大额存单、浮息票据、可转换债券等流动性强的工具在欧洲债市备受青睐。

所以,只要工具运用得当,中国高科技企业不仅能在欧洲债市筹得资金,还能积累很多国际金融运作的技巧和经验。

(2) 美国债市出台便利发展中国家发行体的新政策。对于举债人来说,扬基债券是其进入美国债市的窗口。扬基债券的发行条件比较苛刻,进入美国债市的限制较多,程序相对复杂。1998年,为了便利发展中国家发行体的债券在美上市,美国证券法第144条允许发行体在二级市场上出售其证券给有资格的购买者时无须登记。这无疑降低了证券交易的复杂性,为新兴市场的筹资主体提供了一定的便利。