

高收益债券支持创新型中小企业融资的理论逻辑、现实困境和对策建议^①

徐枫 刘源 韩宁远*

摘要: 高收益债券具有较高的投资回报、完备的契约条款、较长的到期期限,以及较大的价格波动等特点,与创新型中小企业特征较为契合。我国高收益债券市场发展存在诸多现实困境,如地方城投公司风险容易演变为高收益债券市场风险,投资者结构失衡导致高收益债券市场缺乏活力,契约条款设置加剧高收益债券投资回报波动性。未来我国高收益债券市场发展思路是大力支持创新型中小企业发行高收益债券,同时需要建立高区分度信用评级体系,提高投资者专业能力,完善契约条款,增强市场流动性、推动国际化和理性应对违约等措施。

关键词: 高收益债券; 创新型中小企业; 融资约束

DOI:10.16556/j.cnki.kfxjr.20260121.001

一、引言

在经济格局深度调整与大国博弈加剧的背景下,科技创新对于提升国家竞争力和推动经济高质量发展的重要性不言而喻。相对于大型企业而言,中小企业具有创新动力强、创新效率高、创新成本低等优势,支持创新型中小企业也成为世界各国科技竞争的政策选项。党的二十大明确提出“加快实施创新驱动战略”,并将“营造有利于科技型中小微企业成长的良好环境”作为重要举措。随后,相关行业主管部门也陆续推出多项改革举措,从研究开发、技术转移、市场推广等环节全方位支持科技创新。然而,融资约束仍是制约创新型中小企业研发投资的主要障碍,这是因为创新型中小企业信用评级较低、研发周期较长、信息不对称问题严重、现金流结构不均衡等特征与银行主导的间接融资体系之间存在错配。

高收益债券是风险偏好型投资者重点关注的金融产品,也是契合创新型中小企业特征的融资工具。从理论逻辑来看,高收益债券的主要特征和创新型中小企业天然契合。譬如,高收益债券投资回报和创新型中小企业信用评级匹配,高收益债券契约条款和创新型中小企业信息不对称匹配,高收益债券到期期限和创新型中小企业研发周期一致,高收益债券价格波动和创新型中小企业现金流结构匹配。从现实运行来看,高收益债券作为

^① 基金项目: 国家社会科学基金“银行竞争、卖空机制与企业融资约束研究”(项目批准号: 21BGL084)。

* 作者简介: 徐枫,中国社会科学院投融资研究中心副主任、中国社会科学院金融研究所副研究员、金融工程博士。刘源,国家开发银行办公室资深经理、高级经济师、经济学硕士。韩宁远,中国社会科学院大学应用经济学院博士研究生。

直接融资工具,不仅能够助力创新型中小企业技术升级和市场扩张,还可以吸引高风险偏好型投资者并提供具有竞争力的投资回报。以建设高收益债券市场作为重要战略支点,健全支持我国“科技—金融—产业”循环的科技金融体系,对于提升金融支持科技创新效率,推动建设科技强国具有重要意义。

事实上,从国际实践来看,缓解创新型中小企业融资约束也是通过发行高收益债券来实现的。

一是美国经验。美国高收益债券市场经历了爆发式增长、风险处置和成熟发展等阶段。20世纪70年代,布雷顿森林体系崩溃导致银行信贷紧缩,创新型中小企业难以从银行获取贷款或发行投资级债券,只能将融资渠道转向高收益债券市场(刘晓丹等,2009)。早期美国通信企业通过高收益债券融资支持研发和并购,为行业技术进步和市场扩张奠定了基础,也催生出一批家喻户晓的行业巨头。到了20世纪80年代末期,美国经济增速再次放缓,部分高杠杆并购企业因为经营不善导致资金链断裂,并引发金融市场动荡波及众多投资者,促使监管机构从高收益债券发行和投资等方面全面从严治理(程昊,2021)。具体做法包括但不限于,信息披露方面,要求企业公布详细的财务报告,并及时提示风险信息。投资监管方面,针对不同投资者设置差异化的投资比例限制。发行主体方面,涵盖各类科技行业,尤其是创新型中小企业。产品创新方面,构建风险分层的产品体系。经过多年市场调整,美国高收益债券市场逐渐成熟完善,交易规模持续位列世界前茅(Alexander等,2000)。美国高收益债券市场支持创新型中小企业的启示:其一,识别有潜力的创新型中小企业,及时为之创新金融工具。其二,正确处理监管和创新关系,稳妥处置高收益债券风险。其三,完善市场机制,更好匹配高收益债券产品和投资者需求(李文和王腾飞,2016)。

二是欧洲经验。欧元区建立后,统一货币环境推动企业跨国并购和产业整合,高收益债券开始成为欧洲创新型中小企业的重要融资工具(蔡万科和唐丁祥,2011)。譬如,英国电信企业借助高收益债券融资并购推动技术快速升级,德国电池企业借助高收益债券融资在全球新能源产业链中占据一席之地等。与此同时,部分国家过度依赖高收益债券融资并引发行业信用风险,如国际金融危机前的西班牙和爱尔兰房地产行业,以及危机后的希腊航运业等。欧洲各国高收益债券危机促使欧盟加强监管协调,并对参与交易的金融机构实施更严格的监管(Jelic等,2023)。具体做法包括但不限于,市场监管方面,成立欧洲证券和市场管理局,协调跨境监管合作。投资者保护方面,从法律法规层面构建保障体系,同时加强投资者风险教育。市场交易方面,支持商业银行为高收益债券市场提供流动性。经过多年监管治理,欧洲高收益债券市场逐渐恢复,并吸引全球投资者进入。欧洲高收益债券市场支持科技创新的启示:其一,打破资本跨境流动障碍,在欧洲统一大市场激发企业创新活力。其二,在确保不发生系统性金融风险的前提下,通过跨境协调支持金融服务科技创新。其三,构建多层次高收益债券市场体系,更好地匹配创新型中小企业融资需求和投资者风险偏好。

三是日本模式。20世纪90年代,日本进入经济增速放缓后的产业结构调整期,银行不良资产迅速积累,高收益债券成为部分实体企业的救命稻草。譬如,日本半导体企业面对欧美技术封锁,通过高收益债券融资购买芯片制造设备和吸引顶尖人才,最终增强了在全球市场中的影响力。不同于欧美国家个人主义文化和职业经理人制度,日本崇尚儒家文化和年功序列工资制,对高收益债券市场发展形成制约。譬如,企业认为发行高收益债券会被视为没有其他选择,严重损害商业信用。投资者风险偏好较低,更愿意投资国债等低风险资产。政府认为高收益债券风险较大,需要强化资质要求和从严监管。近年来,日本监管部门开始适度放松管制,支持科技企业发行高收益债券。日本高收益债券市场支持科技创新的启示:其一,产业导向性强,高收益债券主要用于支持国家产业政策支持行业。其二,发行审批严格,发行企业需要向监管机构提交技术研发和市场预测等情况。其三,金融机构发挥关键作用,需要对高收益债券发行企业进行尽职调查,并持续跟踪经营状况(罗航和罗莎,2012)。

就国内情况而言,我国高收益债券市场还处在发展阶段,交易规模远低于发达经济体。更为重要的是,诸多结构性失衡因素制约我国高收益债券市场发展。譬如,地方城投公司挤压创新型中小企业空间,投资者结构失衡导致市场活力不足,交易机制不健全导致市场定价效率不高与风险出清能力不足等。在建设科技金融体系战略支点的目标定位和当前广度、深度不尽如人意的现实起点之间,如何优化高收益债券市场成为学术界和政策部门急需破解的难题。基于上述背景,本文主要探讨高收益债券支持创新型中小企业融资的理论逻辑、实践困境与对策建议,不仅从学理层面阐释高收益债券支持创新型中小企业融资的内在机理,还从政策层面提出了疏浚创新型中小企业高收益债券融资堵点的可行路径。具体而言,本文试图回答:高收益债券匹配创新型中小企业融资需求的理论逻辑是什么?当前我国发展高收益债券市场支持创新型中小企业面临的现实障碍是什么?如何优化我国高收益债券市场使之更好地支持创新型中小企业?

相较于已有研究,本文可能的贡献如下:一方面,从高收益债券视角探讨金融产品收益风险特征和科技创新行为特征的关系,拓宽了创新型中小企业融资问题的研究视角。已有文献要么从银行信贷角度探讨间接金融工具支持科技创新,要么从股权角度探讨直接金融工具支持科技创新,较少关注债券产品支持创新型中小企业的理论逻辑。另一方面,从优化高收益债券市场角度,为破解我国创新型中小企业融资难题提供了新的思路。现有支持创新型中小企业融资的政策举措要么立足于改进银行信贷规则,要么着眼于发展股权融资市场,然而前者和科技创新行为特征存在理论逻辑冲突,后者对创新型中小企业要求过高,如达到交易所上市要求或签署“明股实债”对赌协议等,难以覆盖科技创新过程的创新应用阶段。本文建议大力支持创新型中小企业发行高收益债券,同时优化投资者结构和完善市场制度建设,不啻为破解当前我国创新型中小企业融资困境的可行之策。

二、高收益债券支持创新型中小企业融资的理论逻辑

已有文献表明,创新型中小企业至少具有以下若干特征。一是信用评级较低。任何科技创新都需要实现技术突破和市场转化,成功跨越这两大障碍的企业为数不多。如果科技创新失败,高技术人才就会迅速流失,企业清算价值几乎只剩无形资产,由此导致创新型中小企业信用评级普遍较低。二是研发周期较长。完整的科技创新周期包括核心技术研发、产品中试、市场验证和规模化生产等阶段,通常需要经历数年甚至更长时间。前期阶段需要持续投入资金但没有回报,中期阶段财务收益不甚理想,到了后期阶段,才可能获得高收益(Rajan和Zingales, 2001)。三是信息不对称严重。在事前信息不对称方面,当知识产权保护较弱时,多数创新型中小企业为了防止同行剽窃会主动选择隐藏项目信息。在事后信息不对称方面,项目经理人为了自身利益主动放弃高风险优质项目,联合技术团队增加与投资者博弈的筹码。四是现金流结构不均衡。创新型中小企业在前期研究活动阶段需要持续资金支持但没有收益,只有到了开发活动阶段才会产生收益。政府创新补助能够对企业的研发投入起到直接补充的作用,并间接带动外部投资(郭玥, 2018)。税收激励显著提高了企业的研发投入金额(刘诗源等, 2020),在具有较高风险的研究阶段,累积研发投入规模较小,政府补贴政策发挥促进企业加大研发投入额的激励作用。但在较低风险的开发阶段,补贴政策则产生了挤出效应,导致企业研发投入的减少(何晴等, 2022)。上述特征决定了科技创新活动对投资者的要求极为苛刻,只有风险偏好高、专业技术素养强的耐心投资者才可能产生投资意愿。高收益债券具有较高的投资回报、完备的契约条款、较长的到期期限,以及较大的价格波动等特征,与创新型中小企业的诸多特征完美契合。

高收益债券投资回报和创新型中小企业信用评级匹配(高文亮和王晔, 2013)。高收益债券发行主体大多是信用评级较低的企业,要么财务基本面不佳,譬如杠杆率较高、现金流不稳定、盈利能力欠佳,或处于竞争

激烈、行业前景不明朗的市场环境中。根据资本资产定价模型,投资回报均衡等于无风险收益率加上风险溢价。高收益债券发行主体较低的信用评级对应着较高的风险溢价,进而决定了较高的投资回报均衡。科技创新过程往往伴随着高风险,尤其是创新型中小企业缺乏银行信贷所需要的抵押资产,获取股权风险投资时需要签署苛刻的对赌协议。发展高收益债券市场不仅可以降低创新型中小企业的融资门槛,还能够引导更多社会资本支持科技创新活动。

高收益债券契约条款与创新型中小企业信息不对称匹配。一方面,高收益债券预警式契约设计能够缓解创新型中小企业事前信息不对称引起的逆向选择问题。创新型中小企业研发项目通常技术含量高且具有市场领先性,为了防止竞争对手模仿超越,理性选择是隐瞒关键信息。在信息不对称的现实条件下,拥有私人信息的内部投资者会利用信息优势做出利己选择,由此导致市场出现“劣币驱逐良币”的现象。外部投资者不了解项目研发的具体情况,只能通过索取“柠檬溢价”补偿信息不对称(徐枫和林志刚,2023)。为了避免高收益债券市场出现信息不对称风险引发的逆向选择问题,债券契约设计成为关键。譬如,一些高收益债券在契约合同中设置了财务指标预警线,一旦企业财务指标触及警戒线,投资者就会启动提前赎回债券、要求追加担保等操作程序。另一方面,高收益债券动态性契约调整能够缓解创新型中小企业事后信息不对称引起的委托代理问题。创新型中小企业相较于普通企业道德风险更高,这是因为项目经理人更担忧技术研发失败带来的失业风险,转而选择放弃前景不错的高风险项目,将有限的资源用于提升员工薪酬从而形成利益共同体对抗投资者,或投资于前景一般的低风险项目(刘任重和郑延明,2020)。按照不完全合同理论,当债券面临较高违约风险时,投资方可以主动调整契约条款,以应对债券发行企业现金流的不确定性态势。对于高收益债券而言,并非仅在违约极端情况出现时才涉及剩余控制权转移,而是在债券存续期间随时都可以结合市场环境、企业经营状况等风险因素动态调整发行和投资双方的权利和义务,从而实现风险与收益的动态平衡。

高收益债券到期期限和创新型中小企业研发周期匹配。高收益债券相较普通债券到期期限更长,对资金使用期限的容忍度更高(郑涵胭,2022)。高收益债券到期期限精准回应了创新型中小企业的融资痛点,即漫长的研发周期具有高度不确定性,需要能够容忍早期亏损风险的长期稳定资金支持。创新型中小企业通过高收益债券筹集长期资金,有效避免了研发过程中的资金链断裂风险。正是因为高收益债券的“耐心资本”属性,才使其成为支持具备广阔前景但需长期孵化的前沿科技项目不可或缺的融资工具。

高收益债券收益波动和创新型中小企业现金流结构匹配。高收益债券对宏观经济、行业政策和市场情绪敏感,收益波动性相较普通债券更大(金仙淑,2014)。高收益债券收益波动和创新型中小企业前期盈利弱、后期爆发力强等现金流结构特征相契合,能够吸引关注长期市场潜力并愿意承担不确定性风险的投资者。一方面,创新型中小企业盈利改善可以为高收益债券投资者带来“资本利得+利息收益”双重回报,尤其是在经济复苏时期。另一方面,部分高收益债券能够通过可赎回、可转换等条款设计,进一步放大收益空间,满足高风险偏好投资者的投资需求。

三、我国高收益债券市场发展的历史演变和现实困境

高收益债券的概念来源于美国,国际主流评级机构将高收益债券界定为信用等级为投资级别以下的债券。按照穆迪的标准,高收益债券就是评级在Baa3级以下的债券。按照标准普尔的信用评级标准,高收益债券就是评级在BBB-级以下的债券。由于我国信用评级机构给出的债项评级整体偏高,难以有效区分债券真实信用风险,因而不能直接照搬国际经验。我国资本市场对高收益债券的概念界定虽未达成共识,但可以参考若干通

用标准。譬如,绝对收益率超过8%或相对收益率超过同期限国债500个基点等。根据Wind资讯统计,2011年至2023年上半年,我国高收益债券发行数量超过3200期,规模接近1.7万亿元。按照债项评级分类,我国无评级的高收益债券占比过半,有评级的高收益债券信用等级中枢为AA级,部分高收益债券由于担保增信评级达到AA+级和AAA级。

(一) 我国高收益债券市场的演进过程

欧美国家经验表明,成熟的高收益债券市场都经历过创新型中小企业发行高收益债券补充资金、过度依赖高收益债券融资引发债务风险,以及政策部门健全高收益债券监管制度等过程。我国高收益债券多数是由地方城投公司债券利率上升被动转化而来的,因此高收益债券不仅由微观企业盈利状况决定,而且与重点行业发展政策息息相关,更受到宏观经济金融形势、货币政策和金融监管政策的影响。总体而言,我国高收益债券市场还处在支持地方城投公司、房地产企业等发展时期,支持创新型中小企业融资力度不够。纵观其演进脉络,我国高收益债券市场发展过程可以划分为五个阶段,对应着两个局部高峰。

一是高收益债券产品形成。一种观点认为,地方城投公司债是高收益债券的代表性产品。2011年中期,我国货币政策由宽松转向收紧,叠加金融监管部门收紧地方城投公司贷款,两者合力触发地方城投公司债券利率快速上升。2011年7月,云南投资集团资产重组计划提前泄露,引发市场对地方政府融资平台信用溢价的重新审视,机构投资者的风险偏好趋于审慎,由此引发的资产配置调整在短期内对二级市场流动性形成阶段性挤压,催生了高收益债券。另一种观点认为,中小企业私募债是高收益债券的雏形产品。2012年5月,沪深交易所分别出台《中小企业私募债券业务试点办法》,证券业协会颁布《证券公司开展中小企业私募债券承销业务试点办法》,中小企业私募债开始进入高收益债券行列。2012年末,我国高收益债券合计225期,发行规模1195亿元。

二是高收益债券发行达到顶峰。2013年6月,宏观经济下行压力传导到实体企业资产负债表,部分高收益债券发行企业盈利状况恶化,投资者对债券市场违约预期上升,大量债券信用评级被下调。2014年3月,“11超日债”成为首例违约高收益债券引发市场恐慌情绪,由此导致高收益债券规模进一步增加。2014年,我国高收益债券发行850期,发行规模合计3786亿元,达到历史最高峰。

三是高收益债券发行持续回落。2015年6月以来,我国产能过剩性行业亏损严重,东北特钢在4个月时间内连续7次高收益债券违约,推动市场风险偏好下降。但随着我国“三去一降一补”供给侧结构性改革深入推进,钢铁、水泥等产能过剩性行业产品价格回升,企业盈利状况有所好转,债券利率回落导致高收益债券数量下降。2015年10月,证券业协会颁布《关于公司债券业务自律规则的通知》,沪深交易所也同步废止《中小企业私募债券业务试点办法》,停止中小企业私募债备案,由此导致以中小企业私募债为代表的高收益债券明显减少。2017年6月,我国利率中枢明显上移,叠加万达、海航等民营企业被金融监管机构点名要求银行排查风险,高收益债券发行市场遇冷。2017年第四季度,以资管新规征求意见稿为代表的强监管政策开始落地,债券市场风险偏好迅速下降,进一步导致高收益债券发行放缓。2017年,我国高收益债券发行34期,发行规模仅为194亿元。

四是高收益债券发行稳步回升。2018年7月,国内金融市场出现动荡,高收益债券违约、股市下跌和汇率贬值倒逼金融政策调整,政策基调转向“宽货币+宽信用”,市场风险偏好上升,高收益债券发行数量有所增加。自2019年开始,债券市场收益率下行,负债端压力驱使机构投资者加大配置地方城投公司和房地产企业债券,但由于高收益债券违约事件频发,投资者风险偏好并未显著提升。2020年新冠疫情暴发后,民营企业风险不断暴露,债券市场信用分化,行业主管部门及时出台相关救助措施,高收益债券也成为金融支持政策工具。2020年,我国高收益债券发行303期,发行规模合计1839亿元。

五是高收益债券发行稳定回落。2021年以来,随着房地产行业“三道红线”和贷款集中度政策实施,房地产企业进入下行期,并逐渐退出高收益债券行列。与此同时,地方城投公司债券在高收益债券市场中“一枝独秀”,但非标违约和高票逾期事件并未得到好转。2022年,随着地方城投公司化债政策逐步实施,债券发行要求更加严格,高收益债券发行规模进一步下降。2022年,我国高收益债券发行192期,发行规模合计985亿元。

(二)我国高收益债券市场发展的现实困境

高收益债券市场风险过度聚焦于地方城投公司。长期以来,我国高收益债券发行主体以地方城投公司和房地产企业为主,近年来受到行业监管政策影响,房地产企业逐渐退出高收益债券行列。根据鼎诺投资统计,2023年,我国高收益债券规模合计3.59万亿元,地方城投公司占比最高,为72.1%,房地产企业次之,占比为7.6%。发行主体过度集中于地方城投公司,直接导致地方城投公司风险演变为高收益债券风险。尤其是随着中央化债政策的深入实施,地方政府融资平台正在经历严厉的名称制管理。对于名单内重点化债地区的地方城投公司,其新增发债受到严格额度管控,这也使得部分资质较弱的城投债被动转化成了高收益债券。结合实际情况来看,地方城投公司风险主要包括三类:一是土地价格波动风险。土地是地方城投公司最重要的资产,土地价值直接决定城投债信用风险。一方面,如果土地价格持续低迷,地方城投公司的资产价值就会下降,就会有更多的地方城投公司债券转化为高收益债券。另一方面,如果土地出让金收入减少,地方城投公司参与土地开发项目资金的回收期就会更长,流动性压力就会更大。二是地方城投公司违约风险。一方面,监管部门为了防控地方债务风险,倾向于不断提高地方城投公司债券发行条件,部分财务指标欠佳的地方城投公司将难以继续通过发行新债偿还到期债务,加剧流动性风险敞口。另一方面,弱资质地区的地方城投公司违约就会引发市场对类似地区地方城投公司的高收益债券产生负面预期,挫伤投资者信心并增加高收益债券融资成本。三是地方城投公司流动性管理风险。随着金融严监管政策逐步实施,投资者流动性需求和风险偏好明显下降,由此引发基金赎回潮,一些长周期、低等级的地方城投公司债券更容易受到冲击。如果地方城投公司流动性管理出现失误,债务到期日未能实现还本付息,投资者就会对地方城投公司债券缺乏信心,进而要求更多溢价补偿。

投资者结构失衡导致高收益债券市场缺乏活力(张明喜和朱云欢,2015)。我国高收益债券市场的投资者结构以银行为主,保险公司和专业投资机构次之。以2022年地方城投公司债结构为例,银行通过表内投资和理财资金持有占比为44%,保险公司占比为29%,基金、信托公司和证券公司等专业投资机构合计持有占比为15%。银行资金具有高流动性和低风险等特点,同时受到严格监管规则制约,只能投向具有担保增信的低风险高收益债券品种。保险资金具有长期性和稳定性等特点,投资决策行为和银行类似。基金等专业机构投资风格相对激进,但投资规模有限。失衡的投资者结构难以活跃高收益债券市场。一方面,整体成交规模较小。在2022年公司债券实际成交样本中,符合高收益债券标准的成交期数占比为11.5%,成交金额占比为3.54%。同期高收益债券成交金额500万元以下的期数占比为53%。另一方面,有交易天数较少。2014—2023年,高收益债券月均有交易天数明显少于公司债券,并且月均换手率低于10%。

契约条款设置加剧高收益债券投资回报波动性。如前文所述,经济复苏期和市场情绪乐观时,高收益债券能创造资本利得和利息收益双重回报,投资者参与交易动机强烈。一旦遇到经济衰退、行业动荡等负面冲击事件,高收益债券流动性就会瞬间干涸,引发抛售狂潮。鉴于上述特点,高收益债券通常会设置期限条款和投资者保护条款。在期限条款方面,主要包括回售条款、赎回条款、调整票面利率条款和债券提前偿还条款等。2014—2023年,在我国高收益债券样本中,设置回售条款占比为47.2%,设置赎回条款占比为2.32%,设置调整票面利率条款占比为45.3%,设置债券提前偿还条款占比为12.7%。在投资者保护条款方面,主要包括交叉保护条款、事先约束条款、实现承诺条款、控制权变更条款和偿债保障承诺条款等。2014—2023年,我国高收益债

券样本中设置投资人保护条款占比为12.6%，投资者更多依赖增信机制增加债券偿付保障。国际经验表明，政治或经济不确定时期，高收益债券投资回报波动性接近投资级债券的三倍，和普通股波动性类似（Reilly等，2009）。就我国情况而言，2014—2023年，高收益债券标准差均值和极差均值显著高于普通公司债券。

（三）我国高收益债券违约的制约因素分析

金融监管机构防范系统性的高收益债券违约。监管强度并非是对单一违约事件的过度干预，而是基于其风险规模及外溢性确定的。一方面，监管的核心目标是坚决避免出现系统性的高收益债券违约，以防止其通过跨市场、跨区域的传导引发连锁反应，冲击金融体系稳定。在处理具体风险事件时，监管机构已逐步转向遵循市场化、法治化原则引导风险有序出清，而不再一味追求刚性兑付，从而实现风险定价的真实回归。事实上，监管机构对债券发行主体并无强制性的信用评级明确要求，发行准入主要以资产负债率、现金流覆盖率等财务指标为主。然而，由于我国高收益债券市场风险溢价机制不完善，投资者在进行资产配置时往往高度依赖信用评级将其作为核心参考，导致信用等级低于一定级别的企业即便满足财务准入门槛，但在实际发行中仍然面临“发不出、没人要”的困局，这在客观上形成了一道由市场惯性构筑的准入门槛。另一方面，事后对高收益债券违约秉持审慎态度。如果监管机构察觉到企业出现高收益债券违约迹象，就会严格落实金融风险处置原则，要求地方政府介入，并承担偿付兜底责任（李戎等，2024）。

地方政府担心高收益债券违约破坏区域经济社会发展。一是增加社会稳定成本。高收益债券违约可能导致发行企业资金链断裂，引发员工失业和供应链应付账款拖欠等问题，政府需要支付额外成本进行处置。二是破坏当地融资能力。高收益债券，特别是城投债作为地方政府最重要的融资工具，对城市基础设施建设、公共服务供给、重点产业扶持等诸多领域极为重要。一旦出现高收益债券违约事件，就可能引发区域信用危机，破坏当地政府对外融资环境，从而导致经济增速放缓。三是影响官员考核绩效。在我国地方政府政绩考核体系中，“零违约”通常被默认为隐性约束，由此导致地方政府处理债务问题时顾虑重重。即使高收益债券违约可能只是市场自然调整的结果，地方政府为了保持“零违约”纪录，依然会想尽各种办法保证刚性兑付（周博和梁蕴佳，2024）。

投资者认为政府隐性担保会抑制高收益违约事件发生。由于监管机构的审慎态度和地方政府的兜底行为，我国不少高收益债券发行时就附带不可撤销的连带责任担保条款，由此导致高收益债券市场长期无法形成有效的风险定价机制。最典型的例子就是，部分高收益债券因为有国有企业提供担保增信，实际违约风险其实并不高，但是投资回报率依然超过8%。即便监管机构颁布《投资人保护条款示范文本》，设置投资人保护条款的高收益债券占比也不足三分之一，由此表明实践运行过程中市场并不认为投资人保护机制有效，政府隐性担保才是保护投资者利益的最佳途径。因此，投资者交易决策时不是基于高收益债券风险收益特征进而调整资产配置，而是主要考虑政府隐性担保因素。

我国创新型中小企业债券融资的现实阻滞。尽管政策层面积极鼓励，但目前高收益债券市场对科技创新的支持仍显薄弱。一方面，创新型中小企业轻资产、高投入的现金流结构与传统债券要求的重抵押、稳收益要求存在错配。另一方面，我国缺乏针对高成长但低评级企业的专项信用增强机制，导致中小企业发债成本往往远超其经营利润率。此外，投资者结构的单一也使得能够理解技术风险而非只看财务指标的专业买方极度缺乏。

四、建立支持创新型中小企业的高收益债券市场体系

我国高收益债券市场的发展思路是，大力支持创新型中小企业发行高收益债券，同时通过建立高区分度信

用评级体系,提高高收益债券投资者的专业能力,完善高收益债券契约条款,增加高收益债券市场流动性、推动高收益债券市场国际化和理性应对高收益债券违约等进行配套举措。

第一,优化高收益债券发行主体结构。一方面,严格遵循中央关于化债与严禁新增隐性债务的规定,对地方城投公司等传统主体进行严格筛选。结合现金流状况、资产负债结构和偿债能力等财务指标构建高收益债券发行主体资质评价体系,择优支持发行高收益债券。对承担化债任务的平台公司,通过“借新还旧”等方式平稳压降存量,避免通过高收益债券盲目扩张导致合规风险。同时,加速推动城投主体向产业化转型,引导其在剥离政府融资职能后,以独立市场主体身份,基于经营性的现金流发行高收益债券,确保发债逻辑与现行监管政策不背离。另一方面,大力支持创新型中小企业发行高收益债券。譬如,为创新型中小企业发行高收益债券提供研发补贴或利息补贴等,推出面向创新型中小企业融资需求的专属高收益债券产品,发行产业链上下游企业集合债券或集合票据等。

第二,建立高区分度信用评级体系。一是加快信用评级“挤水分”。择机降低债券市场信用等级,引导评级中枢下移,加快和国际评级体系接轨。二是推出高收益债券评级产品。建立具有高区分度的信用评级体系,便于投资者从评级角度识别高收益债券。三是鼓励评级机构开展投资人付费评级业务,建立和收益率相匹配的评级技术体系。

第三,提高高收益债券投资者的专业能力。一是提高投资者对高收益债券风险与收益的认知。针对个人投资者,开发投资者教育课程,介绍高收益债券市场特点。要求金融机构严格按照风险适配原则进行销售,确保投资者充分了解高收益债券投资的风险和收益特征。对于机构投资者,组织专业研讨会与案例分析会,提升其风险评估与投资管理能力。二是适度放宽投资者市场准入限制。引导社保基金、企业年金等长期资金有序进入高收益债券市场,丰富投资者类型。三是抑制私募基金等机构投资者的冒险行为。设定风险控制指标与投资比例上限,减少机构投资者的过度投机冲动。

第四,完善契约条款并推广专项产品。一是设计与高收益债券发行企业绩效挂钩的收益结构。借鉴日本企业债弹性化的收益决定机制,支持高收益债券发行企业结合行业特征和企业阶段设计收益结构。譬如,针对周期性行业和成长型企业,分别关联不同的业绩指标,使高收益债券回报能够更准确地反映市场风险和企业绩效。二是完善高收益债券期限条款。借鉴美国精细化契约设计做法,结合我国宏观经济波动特点,分行业细化我国高收益债券回售条款、赎回条款、调整票面利率条款和债券提前偿还条款的触发条件与补偿成本计算方式。三是完善投资者保护条款。建立债券持有人会议制度、受托管理人制度等,切实保障投资者的合法权益。借鉴欧洲独立第三方监管模式,委托专业信托机构对高收益债券发行企业的资金缴存、账户管理和资金使用进行全程监督。四是针对创新型中小企业推出科技成果转化债或知识产权挂钩债。在契约设计中加入灵活的票面利率调整机制,使其投资回报能与企业技术转化的阶段性成果挂钩。

第五,增加高收益债券的市场流动性。一是借鉴美国做市商制度,为参与高收益债券交易的做市商提供政策优惠和交易成本补贴。二是严格做市商准入机制,明确参与高收益债券交易做市商的资金规模、信用评级和交易经验等标准,并及时动态调整。三是完善做市商激励机制,从报价质量、成交量和市场活跃度等指标定期考评做市商,对优秀做市商给予奖励,激励其稳定市场。四是完善交易机制,重点需要引入匿名交易功能,完善集中竞价机制,优化交易撮合算法,提高交易效率、透明度和价格稳定性。必要时,可以考虑推出高收益债券转售机制。

第六,推动高收益债券市场国际化。我国高收益债券市场实现从“本土风险缓释池”向“全球资产配置平台”转型升级,亟须从若干方面互联互通。一是推动境内评级机构与国际信用评级标准互认,加强法律框架衔

接。二是拓展跨境渠道,激活国际资本流入,吸引更多的国际投资者参与。三是推动高收益债券市场以人民币计价和交易,进一步扩大高收益债券市场的国际影响力。四是将高收益债券市场融入新发展格局,既能为国际资本提供多元化风险资产配置选项,也能借助境外投资者的定价能力与风险处置经验,倒逼国内高收益债券市场提质增效。

第七,理性应对高收益债券违约。一是构建市场化的违约处置机制。制定规范化的违约处理流程与规则体系,清晰界定各参与方的责任与权益界限,发挥市场机制在违约处置中的主导作用,实现风险的合理定价与释放。设立市场流动性支持基金维护高收益债券市场的稳定性,明确运作规则和触发机制,在出现市场流动性危机时提供低息融资或购买高收益债券。二是深化地方考核体系改革。结合我国国情,因地制宜地改变“零违约”的隐性要求,引导地方政府客观理性地看待债券违约现象,避免采取非理性的兜底行为,促进市场健康发展。三是发展信用保护工具,助力投资者对冲信用风险。

参考文献

- [1] 蔡万科,唐丁祥.中小企业债券市场发展:国际经验与创新借鉴[J].证券市场导报,2011(12):58-64+73.
- [2] 程昊.中国高收益债市场发展分析[J].中国金融,2021(12):62-63.
- [3] 高文亮,王晔.美国高收益债券市场发展的回顾与展望[J].财会学习,2013(1):69-71.
- [4] 郭玥.政府创新补助的信号传递机制与企业创新[J].中国工业经济,2018(9):98-116.
- [5] 何晴,刘净然,范庆泉.企业研发风险与补贴政策优化研究[J].经济研究,2022,57(5):192-208.
- [6] 金仙淑.我国高收益债券的风险研究[J].当代经济,2014(8):108-109.
- [7] 李戎,陈晓晓,蔡彦峰.完善政府债务管理制度:问题与思路[J].兰州大学学报(社会科学版),2024,52(4):29-38.
- [8] 李文,王腾飞.国际信用评级监管改革对我国信用评级监管的启示[J].征信,2016,34(3):58-63.
- [9] 刘任重,郑延明.CEO道德风险与企业融资约束[J].商业研究,2020(8):63-70.
- [10] 刘诗源,林志帆,冷志鹏.税收激励提高企业创新水平了吗?——基于企业生命周期理论的检验[J].经济研究,2020,55(6):105-121.
- [11] 刘晓丹,陈志杰,阮超.美国百年并购历史的启示[J].金融博览,2009(8):36-37.
- [12] 罗航,罗莎.高收益债券的国际经验和评级技术借鉴[J].征信,2012,30(2):7-11.
- [13] 徐枫,林志刚.缓解创新型中小企业股权融资约束的理论逻辑、实践困境和对策建议[J].湖北社会科学,2023(12):78-86.
- [14] 张明喜,朱云欢.我国中小企业债券市场发展:创新、不足与对策[J].南方金融,2015(4):61-66.
- [15] 郑涵胭.债券市场支持科技创新的实践与思考[J].债券,2022(5):44-47.
- [16] 周博,梁蕴佳.融资平台债务扩张对中小企业信贷融资与资源配置的影响[J].财贸经济,2024,45(1):39-54.
- [17] Alexander, G. J., A. K. Edwards, Ferri M G. What does Nasdaq's high-yield bond market reveal about bondholder-stockholder conflicts?[J]. Financial Management, 2000: 23-39.
- [18] Jelic R, Zeng Y, Karouzakis N. Foreign-law premium for European high-yield corporate bonds[J]. Finance Research Letters, 2023, 52: 103584.
- [19] Rajan R G, Zingales L. Financial systems, industrial structure, and growth[J]. Oxford review of economic Policy, 2001, 17(4): 467-482.
- [20] Reilly F K, Wright D, Gentry J A. Historic changes in the high yield bond market[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2009, 21(3): 65-79.

Theoretical Logic, Practical Dilemmas, and Suggestions for High-Yield Bonds Supporting the Financing of Innovative Small and Medium-Sized Enterprises

Xu Feng Liu Yuan Han Ningyuan

Abstract: High-yield bonds are characterized by relatively high investment returns, comprehensive contractual clauses, long maturity terms, and significant price volatility, which are highly compatible with the characteristics of innovative small and medium-sized enterprises. However, the development of China's high-yield bond market faces several practical dilemmas. For instance, risks of local urban investment companies are prone to evolving into risks in the high-yield bond market; the imbalance in investor structure leads to a lack of vitality in the market; and the design of contractual clauses exacerbates the volatility of investment returns from high-yield bonds. The future development approach for China's high-yield bond market should focus on strongly supporting innovative small and medium-sized enterprises in issuing high-yield bonds. Meanwhile, supporting measures are needed, including establishing a highly differentiated credit rating system, enhancing investors' professional capabilities, improving contractual clauses, boosting market liquidity, promoting internationalization, and rationally responding to defaults.

Key Words: High-yield Bonds; Innovative Small and Medium-sized Enterprises; Financing Constraints

(责任编辑: 贾璞璞 许志源)