

科技型企业发展的多层次金融支持体系构建

辜胜阻 教授 曹誉波 杨 威 (武汉大学战略管理研究院 武汉 430072)

中图分类号:F830 文献标识码:A

内容摘要: 文章认为需要推动“新三板”市场扩容,优化创业板和中小板,完善以“天使投资-风险投资-股权投资”为核心的创业融资体系,依托“国际板”建设吸引海外红筹股回归,壮大企业债券市场,发展面向科技型企业的社区银行等途径,构建支持科技型企业创新创业的多层次金融体系。

关键词: 多层次金融体系 科技型企业 创新创业

我国多层次金融体系建设的必要性和发展现状

(一) 多层次金融体系是科技型企业发展的迫切需求

技术创新是高风险活动,而科技型企业在发展过程中不仅存在技术风险,还包括市场风险、管理风险和决策风险等,面临着“成三败七、九死一生”的高风险,需要多层次的金融体系为企业提供相对应的金融服务。有研究表明,企业应用研究阶段的成功率一般低于25%,开发研究阶段成功的可能性为25%-50%,产业化或商品化阶段的成功率一般为50%-70%(吴涛,2000)。另有统计显示,美国高科技企业只有10%能活过5年,我国中关村示范区经营5年以上的企业也只有9%(王颖,2005)。

科技型企业的生命周期一般包括4个时期:种子期、创建期、扩张期和成熟期,不同的阶段需要不一样的融资途径来实现资金的支持,相对的,市场也会对不同时期的企业提供对应的资金供给。种子期的科技型企业面临企业的组建和产品技术的开发,投入大于产出,需要通过政府政策基金和独具慧眼的天使投资等来实现融资需求。企业创建期同样是资金紧缺时期,其高风险的特性使得企业失败的可能性极大,

也没有足够的吸引力获得常规金融的青睐,需要风险投资等风险偏好的融资方式。扩张期的企业已经有了较为完整的产品线和供销渠道,在市场竞争中已站稳脚跟,以创业板等为代表的资本市场组织形式能满足企业融资需要,并为前期的天使投资、风险投资提供顺利的退出机制。成熟期的企业为了稳步实现做大做强,倾向于选择低风险的主板市场和低成本的银行间接融资等方式(彭红枫,2007)。当然,科技创新企业借助上市可以促进其迅速成长、发展和兼并活动,科技创新型公司的融资选择也会增加(Ian M.Oades,2007)。由此可见,科技型企业发展的不同阶段需要多层次金融体系支撑。

(二) 我国多层次金融体系发展现状

多层次金融体系一般包括多层次资本市场和银行体系,以及债券市场。当前,我国多层次资本市场建设初现成效。有数据显示,截至2010年12月31日,主板上市1391家企业。深交所综合研究所与科技部火炬中心的合作研究表明:截至2011年4月28日,在中小板576家公司、创业板209家公司中,2008年重新认证“高新技术企业”数量分别为412家和168家,占比为71.53%和80.38%。但当前我国资本市场体系仍存在多重问题。就主板市场而言,科技型企业的价值并未得到充分的重视,所占的比重较低;中小板依附于深交所之下,上市条件和运行模式基本上延续了主板的规则,“门槛”并未下降;创业板成立至今规模逐步扩大,但难以与需求相匹配,在“优胜劣汰”的市场机制下,创业板上市的门槛也不断提升,让众多中小企业望尘莫及,难以达到其原本设立的目的;“新三板”刚刚起步,试点范围也极其有限,很难满足“面大量广”科技型中小企业融资需求。同时资本市场存在重融资轻投资、

重数量轻质量、重发行轻退出等问题,既不利于科技型中小企业融资,又不能及时淘汰劣质企业,难以培育出具有全球影响力的领袖企业。

我国间接融资体系也不够健全,大型银行占主导地位,中小社区银行少,科技型中小企业融资需求存在一定制约。根据中国人民银行数据,截至2011年一季度,我国村镇银行400家,小额贷款公司3027家,但其贷款占整个金融机构人民币贷款比重较低,难以有效满足中小企业尤其是科技型中小企业融资需求。由于中小企业规模小、实力弱、市场稳定性较差,银行贷款成本高、管理难度大、市场风险高。在国有大型银行占主导的信贷市场上,“僧多粥少”的资源分配格局使得科技型中小企业常常遭遇银行等金融机构“重大轻小”、“嫌贫爱富”的“规模歧视”和“重公轻私”的“所有制歧视”,融资难度较大。与此同时,我国债券市场不够发达,债券结构不合理,政府债多、企业债少,大企业发债多、中小企业发债少。

由此可见,我国多层次金融体系已经初见雏形,但缺乏深度和广度,整体市场体系并不完备,市场上有融资需求的企业数目远远超出有金融体系所能承受的力度,使得科技型企业融资依然困难。因此,未来需要进一步优化结构、扩大规模,完善多层次金融体系。

构建多层次金融体系的战略思考

(一) 积极推进“新三板”扩容并构建“金字塔”型多层次资本市场

资本市场是产业创新和金融创新相结合的产物。资本市场具有要素集成、筛选发现、企业培育、风险分散和资金放大等五个方面的制度功能,是分散高科技风险的有效手段。但不同类型、不同发展阶段和不同规模的科技型企业适用于不同的融资策略,需要多层次资本市场。美国以纽交所、纳斯达克、OTC、场外挂牌市场等组成“金字塔”型资本市场,满足了不同形态的企业融资需求:主板市场适应了大企业融资需求、创业板满足高成长企业发展需求、全国性场外交易市场和区域性场外交易市场则为大量科技型中小企业提供了融资平台。但当前我国资本市场却呈现“倒金字塔”型结构:在主板上市的企业远多于在创业板和“新三板”上市的企业,与实际企业分布状况相悖,这使得大量科技

型中小企业得不到资金支持而很多大公司却资金过剩。而“新三板”可以容纳大量的科技型中小企业,能及时提供资本支持和融资服务,同时帮助企业规范内部管理和明晰内部股权,并使其获得更多的市场关注,为今后入市融资打下基础。

因此,我国需要积极推进“新三板”扩容,解决国家高新区中面大量广的科技型中小企业的创业创新融资,构建“金字塔”型多层次资本市场。首先,要稳步扩容,将“新三板”推广到除中关村、张江以外的其它国家级高新科技园区,建立统一监管下的全国性场外交易市场,给予更多企业进入“新三板”市场的机会。其次,要探索转板制度、做市商制度、注册制,把“新三板”打造成资本市场的“学前班”和“孵化器”,让科技型中小企业迈出走向资本市场的第一步。要为挂牌企业提供综合增值服务,整合地方政府、交易所、证券公司、机构投资者等各方资源,实现多赢。再次,要借鉴美国资本市场经验,细化各类标准并严格执行,规范退出机制,一定的退市率将迫使企业自我约束和激励,保证“新三板”挂牌企业的整体质量,由此形成合理流动、有机联系的多层次资本市场体系(辜胜阻等,2007)。

(二)大力发展以“天使投资-风险投资-股权投资”为核心的投融资链

天使投资、风险投资等股权投资是创业创新型企业早期融资的重要来源,对科技型企业创业创新意义重大。有研究表明,1美元的风险投资对专利增加量的贡献率,是1美元的R&D贡献率的3到4倍,风险投资在90年代对美国产业创新的贡献率达10%(杨靖,2010)。但创业投资需要完整的产业链体系,企业初创期需要天使投资、VC等风险偏好型资本投入进行企业孵化,在发展期引进相对保守的风险投资、产业基金、政策性贷款等发展壮大,到产业走向成熟时期逐步引进私募股权投资等成本较小的融资方式,使企业持续发展,最终由完善的并购及证券市场接手。中国风险投资网公布的数据显示,我国的风险投资业发展仍显不足,2008年风险投资业占GDP的0.055%,同期美国和欧洲的风险投资占GDP分别为0.196%、0.108%。同时,我国投融资产业链中存在天使投资VC化、风险投资PE化等异化现象。一方面风险投资少,另一方面国内存在大量的民间资本游离于实体经济之外,寻求投资渠道,出现了过度追逐金融资产、房地产的不健康现象。

因此,未来扶持科技型中小企业创业,需要大力发展以“天使投资-风险投资-股权投资”为核心的投融资链,完善创业投资产业链体系,让大量“闲钱”和“游资”进入实体经济。首先,要完善天使投资信息平台,规范政策法规体系,通过培育区域创新文化、发挥政府资金的杠杆作用等方式壮大天使投资家队伍,促进天使投资发展。其次,要通过减免税费、建立风险投资引导基金、跟进投资等方式,引导风险投资改变重晚轻早、急功近利的行为,更多关注早期创新型企业的发展。同时,构建资本的多重退出机制,让早期投资能够有充分的退出渠道(辜胜阻、李俊杰,2008)。

(三)以国际板市场建设为契机吸引海外科技红筹股回归

资本市场可以成为领袖型科技企业的孵化器。著名跨国巨头都通过资本市场和股权融资实现了有效壮大,最终成为引领科技潮流的领袖型企业。我国资本市场存在重融资轻投资、重数量轻质量、重发行轻退出等问题,使得垃圾公司不能及时被淘汰,难以培育有全球影响力的领袖企业。中国证券报统计公布数据表明,我国现在在境外交易所上市的红筹股达到407家,中国移动、中国电信、百度、新浪等国内领军企业均选择在海外上市融资,其在产权、业务上都以国内市场为主,带有强烈的本土气息,且大多数是各行各业的排头兵和领航者。发展成熟资本市场体系需要建设国际板。根据统计,世界交易所联合会的51家会员交易所中,超过70%的会员交易所建立了国际股票市场(即国际板)。当前加快国际板建设,吸引红筹回归,有利于这些行业领军企业获得发展的资金支持,进而加速创新进程、壮大企业实力;有利于树立创新标杆,引领国内企业创新,从而培育国际领袖型科技企业;有利于中国资本市场的国际化进程的推进,加快人民币市场国际化的脚步,使市场更加成熟。

为此,要通过国际板的建设,以回归愿望较强、回归阻力较小、试错成本最低的海外红筹股为试点,推动其回归国内资本市场,培育和壮大我国领袖型企业。要借助此次机会,借鉴发达证券市场经验,进一步完善国内证券市场的软硬件配置,特别是信息披露和交易结算等技术系统,提高运作效率。要充分估计国际板上市对国内市场带来的冲击,控制发行规模和上市

企业数量,防止出现对现有股价系统过大的冲击,避免过度挤占中小企业融资空间。要细化上市公司的选择工作,与本土经济进行对接,做好产业导向,发挥优秀企业的市场示范作用。要充分借鉴国际监管经验,完善监管制度、健全监管体系,引入集体诉讼等先进机制,从严监管。

(四)壮大公司债券发行规模并加快债券市场的发展

在整个金融体系中,债券市场的功能不容忽视,具有融资成本低、发行灵活等优点。在国际上一些成熟市场经济国家,债券融资是企业融资,尤其是科技型中小企业的重要渠道。当前,我国企业发展过度依赖于间接融资,在直接融资中,债券融资比例并不高。据估算,2010年我国非金融企业,直接融资规模不足30%,债券发行规模仅为股票筹资额的不到2倍,而美国市场2009年公司债券融资是同期股票融资的8.6倍(钟帅,2011)。2010年我国企业债存量仅相当于GDP的1/10,低于新加坡的三成、马来西亚的四成和韩国的六成(鲁政委,2011)。

当前,我国应当积极发展面向科技型企业的债券市场,壮大公司债券发行规模,加快债券市场的发展,扩大科技型企业直接融资比例,合理引导过剩的民间资本流动,改变千军万马靠银行过“独木桥”的融资格局。要进一步探索债券融资的方式,鼓励具备条件的高新技术企业发行融资债券。尤其要借鉴美国债券融资经验,探索放松债券融资审批管制,创新债券融资工具,加快中小企业集合债等发展。应建立多层级的债券交易市场体系,培育机构投资者。健全债券评级制度,创新企业债券监管方式,为企业发行债券融资营造良好的市场环境。

(五)在国家高新区允许民间资本设立面向科技型中小企业的社区银行

我国中小企业间接融资遭遇到了“规模歧视”和“所有制歧视”的双重压力,在金融结构不合理、信用担保体系不完善的环境下,商业银行对中小企业存在“惜贷”现象。尤其是科技型中小企业具有轻资产、非线性增长等财务指标特征,难以适应银行传统的信贷管理模式,很难获得贷款。而国际经验表明,社区银行与中小企业具有天然的共生关系,其规模结构和所有制形式相适应,体制灵活,能够更快、更直接地获取社区创业者和中小企业的软信息,

环境污染和生态破坏。

制度设计四：生态环境补偿机制

生态环境补偿是指对生态环境产生破坏或不良影响的生产者、开发者、经营者应对环境污染、生态破坏进行补偿，对环境资源由于现在的使用而放弃的未来价值进行补偿。生态环境补偿的手段包括：要求生产者、开发者、经营者支付信用基金，缴纳意外收益、生态资源、排污等费税，由政府出面实施环境项目支持、生态保护工程、发展新兴替代产业等。

建立生态环境补偿机制有助于从生产源头上促进经济社会发展同环境保护相协调，为经济的可持续发展提供制度保障。该机制可以改变公司无偿使用生态资源的习惯，迫使公司在进行商品生产时就计划到生态环境的损耗。为减少生态成本，公司必须采取措施减少环境资源的破坏、污染和占用。这样就可以达到促使公司自觉提高技术水平、改善管理模式、合理利用资源、减少对生态环境破坏的目的，从而确保生态系统对当代人和后代人的支持能力不会由于现在的经济发展受到削弱和破坏，这是经济可持续发展的根本和基础。

制度设计五：环境责任保险制度

环境责任保险是以被保险人因环境污染而应当承担的赔偿责任，或治理责任为标的的责任保险。可见，环境责任保险实质上是指被保险人依法将应当承担的环境赔偿或治理责任风险转移给保险人的一类保险。其属于消极保险，消极保险之保险契约所保护者为被保险人之消极利益，所谓消极保险利益为特定人对于某一“不利”之关系，因为此“不利”之发生而使特定人产生财产上之损失。

环境责任保险是以责任保险作为防范环境污染风险的法律技术手段，是经济制度与环境侵权民事责任特别法高度结合的产物。该制度的建立，将有助于保障公众的环境权益，维护受害者的合法权益，有助于市场经济自身的发育和完善，并能强化保险公司对公司保护环境、预防环境损害的监督，最终促使公司自觉加强环境保护，走循环经济的发展道路。我建议应当从三个方面完善现有的责任保险制度：

第一，基于我国环境问题的现状，可借鉴美国和瑞典的立法模式，实行以强制

性环境责任保险为主，任意性责任保险为辅的保险制度。在产生环境污染和危害最严重的行业实行强制责任保险，如石油、化工、采矿、水泥、造纸、核燃料生产、有危险废物废弃物的处理等行业。而在城建、公用事业、商业等污染较轻的行业可以实行任意环境责任保险。

第二，扩大责任保险范围。借鉴外国经验，除了将突发性污染事故纳入责任保险范围内，还应将我国责任保险范围扩大到经常性排污造成的第三人受害的民事赔偿责任。投保范围不仅应包括违反环境法的经济社会活动、意外事故以及不可抗力导致环境污染造成的人身财产损害，还应包括排污企业正常、累积排污行为所致损害以及污染所致国家重点保护野生动植物、自然保护区损害。同时，为了促进保险公司承保，政府应当作出财政支持和政策优惠，如减免税措施、注入保险基金、由政府出面促使各保险公司联合起来承保以进一步分散风险或进行再保险等。

第三，实行环境侵权责任保险赔偿限额制。一方面，环境侵权行为造成的损耗后果是逐步显现和扩大的，实行限额赔偿，处于减少自己损失的考虑，投保人和受害人将会积极的防止和减少损害的发生及扩大，从而有利于减少环境侵权的危害性。另一方面，与普通的财产保险和人身保险相比，环境侵权责任保险的保险利益则要复杂得多。由于环境侵权责任保险的保险事故之发生既有突发性的，也有累积性的，还有转化性的，从而使保险人对被保险人发生在保险单有效期内的污染所造成的损害难以把握其未来的赔偿责任。针对环境侵权的这一特征，实行限额赔偿将有利于维持保险机构的清偿能力。

参考文献：

1. 马燕. 公司的环境保护责任[J]. 现代法学, 2003 (5)
2. 白平则. 论公司的环境责任[J]. 山西师大学报(社会科学版), 2004 (2)
3. 吴国刚. 公司的绿色社会责任[J]. 中国地质大学学报(社会科学版), 2005 (2)
4. 黄锡生, 宋海鸥. 论企业环境责任的立法完善[J]. 重庆建筑大学学报, 2005 (3)
5. 吴椒军. 论公司的环境责任[M]. 中国社会科学出版社, 2007
6. 江朝国. 保险法基础理论[M]. 中国政法大学出版社, 2002

◀ 上接 78 页

是科技型中小企业的重要融资伙伴。据统计,1999年美国中小企业融资总额的70%以上来自中小银行。美国硅谷银行因其专注于高科技产业客户群体、知识丰富的专业团队、与风险投资机构的紧密合作、综合性的金融服务、有效的风险管控手段等特点,成为全世界社区银行的典范。

为此,我国要拓宽创新企业间接融资渠道,借鉴村镇银行的发展经验,在高新区发展面向科技型企业的社区银行,充分发挥社区银行解决银行与中小企业之间信息不对称问题的优势,建立与经济相匹配的银行体系,助力创新创业。要落实民间投资“新36条”,允许民间资本建立金融机构,拓展民间资本流通渠道。要放宽政策限制,鼓励经营状况良好的小额贷款公司向社区银行转变。要通过提供风险担保、减免中小企业信贷业务营业税等途径,增强银行向科技型企业信贷积极性,增强中小企业的融资能力。要完善信贷监管模式,积极开展知识产权质押贷款业务,允许银行设立科技型企业贷款风险准备金,鼓励银行开发适合科技型中小企业特点的金融服务产品。

参考文献：

1. 吴涛. 技术创新风险的几个基本特征及风险管理对策[J]. 科学管理研究, 2000 (1)
2. 王颖. 公司价值与可持续发展[J]. 经济界, 2005 (1)
3. 彭红枫. 基于多层次资本市场科技创新体系研究[J]. 科学学与科技技术管理, 2007 (6)
4. Ian M. Oades. 中小企业境外上市指南[M]. 中信出版社, 2007
5. 辜胜阻, 洪群联, 张翔. 论构建支持自主创新的多层次资本市场[J]. 中国软科学, 2007 (8)
6. 杨靖. 培育战略性新兴产业需巧用风险投资[N]. 科技日报, 2010-8-18
7. 辜胜阻, 李俊杰. 民营企业自主创新的动力机制困境与制度创新[J]. 科技进步与对策, 2008 (11)
8. 钟帅. 债券市场迎来发展新机遇[N]. 中国证券报, 2011-2-25
9. 鲁政委. 后危机时代应补上企业债短板[N]. 金融时报, 2011-5-29
10. 中国人民银行. 中国金融年鉴[M]. 中国金融年鉴杂志社有限公司, 2010