

实施创新驱动战略 需完善多层次资本市场体系

辜胜阻

(武汉大学 战略管理研究院, 湖北 武汉 430072)

摘要: 中国进入经济发展新常态, 经济增长动力从“要素驱动”、“投资驱动”转向“创新驱动”。实施创新驱动战略, 要激发金融创新活力, 构建支持创业创新的多层次金融市场体系, 实现技术创新与金融创新“双轮驱动”。文章认为, 要通过金融创新突破金融体系的“短板”, 重构多层次资本市场, 完善股权投资链, 大力发展天使投资, 显著提升直接融资比重, 助力创新驱动战略实施。

关键词: 创新驱动战略; 创业创新; 金融创新; 多层次资本市场; 股权投资链

中图分类号: F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 0257-0246 (2015) 05-0001-09

当前, 我国已进入经济发展新常态, 由过去近两位数的高速增长转为中高速增长, 经济增长的动力从“要素驱动”、“投资驱动”转向“创新驱动”。党的十八大报告提出了要实施创新驱动发展战略。在变化的国内外经济形势下, 要加快形成新的发展方式, 提高经济发展的质量和效益, 而创新驱动是新发展方式的重要内容和经济增长的新动力。在要素驱动、投资驱动阶段, 我国依靠低成本、低技术、低价格、低利润、低端市场的“五低”发展方式, 虽然取得了一定的竞争优势, 但也带来了高能耗、高物耗、高排放、高污染“四高”的沉重代价。^① 这种以廉价要素为支撑的低价工业化模式造成我国经济总量很大, 但是大而不强; 经济增长速度很快, 但是快而不优。^② 相对于要素驱动和投资驱动, 创新驱动强调用新知识、新技术、新商业模式等无形要素的创新对现有的物质资本、人力资本等生产要素进行重新组合和改造, 依靠科技不断进步、劳动者素质提高、管理模式创新等给经济带来内生性可持续的增长动力。熊彼特认为, 创新是将从未出现的生产要素或条件的新组合应用到生产体系, 即建立一种全新的生产函数。^③ 熊彼特所提出的创新是一个宽泛的概念, 不仅着重阐述了技术创新, 也提出了实现工业新组织的制度创新内容。驱动经济的创新包括科技创新、制度创新、管理模式创新等多方面, 其中金融创新是制度创新的重要内容。本文认为, 实施创新驱动战略需要技术创新与金融创新双轮驱动, 要构建支持创业创新的多层次“正金字塔”式资本市场体系。

基金项目: 国家自然科学基金项目 (71173162)。

作者简介: 辜胜阻, 武汉大学战略管理研究院教授, 全国人大常委会委员, 全国人大财政经济委员会副主任委员, 研究方向: 创新经济学与金融创新、宏观经济与新兴产业等。

① 辜胜阻 《打造中国经济 3.0 版, 需要新“引擎”》, 新华日报网, <http://www.xhby.net>, 2013 年 7 月 3 日。

② 辜胜阻 《中国经济需要“创新驱动”新动力》, 新浪财经, <http://finance.sina.com.cn>, 2013 年 7 月 14 日。

③ 约瑟夫·熊彼特 《经济发展理论》, 何畏等译, 北京: 商务印书馆, 1991 年, 第 73-82 页。

一、资本市场体系要与创新驱动战略相匹配

实施创新驱动战略，需要技术创新与金融创新共同发力，缺一不可。没有金融创新支持的技术创新会出现“闭锁效应”，没有技术创新匹配的金融创新会沦为“无米之炊”^①。

1. 高技术企业具有高投入、高风险、高收益“三高”特点

创新驱动战略是一项系统性工程，需要科研机构、企业、政府和各类中介服务机构等多主体共同参与，以及知识创新、技术创新、政策引导、法律金融服务等多种要素积极互动、协同发力。其中企业是进行技术创新活动的主体。技术创新发生在新工艺、新产品从研发到投入市场至实际应用的全过程中，其重要特征是满足市场的需求、追逐商业利润。从事创新活动的高技术企业具有高投入、高风险、高收益的特点。

第一，高投入。先进技术是高技术企业得以生存发展的重要基础，高技术企业需要在技术研发方面投入大量资金，以保证企业的核心竞争力。同时，技术创新成果并不能直接投入生产，从创新成果到最终转化为现实的产品，还需要经历应用研究、产品开发、批量生产等众多环节，每一个环节都需要资金投入，因此，高技术企业的融资需求非常大。

第二，高风险。高技术企业由于技术、市场等的不确定性，融资风险很高。具体而言，一是技术风险，技术创新的不确定性决定了其高风险。在高技术产品研发过程中，产品的设计、生产工艺等均不成熟，研发的结果难以预估，研发的周期长短也难以控制，技术创新失败的可能性较大。二是市场风险，高技术产品在投入市场初期，由于用户的消费观念、消费习惯等尚未形成，产品能否被市场接受，能否获得足够的市场份额，都有很大的不确定性。新产品往往要经历短则2—3年，长则7—8年甚至更长时间才能确定其市场地位，大量技术研发投入可能成为沉没成本。此外，高技术企业面临的风险还包括管理风险、财务风险、政策风险等，其在整个生命周期内可谓“九死一生”，正如哈佛大学的罗森伯格教授所说“创新的尝试大多数情况下以失败告终”^②。

第三，高收益。虽然高技术企业在科技创新时具有高投入、高风险的特点，但同时，在高技术产品成功市场化后，企业投资回报率远远高于传统行业。有研究表明，一些最终存活下来的高技术企业投资产出比高达1:10—1:20。中国电商巨头阿里巴巴的成功上市甚至创下了2800倍回报率的“神话”^③。

2. 创新驱动需要构建多层次资本市场，大力发展风险投资

高技术企业的高投入、高风险、高收益的特点使其难以获得传统融资方式的青睐。银行的金融业务要求对其资金投向有比较系统、详尽的了解，对投资或贷款项目的发展前景做出比较明确的预测，这与高技术企业产品具有高度的创新性、风险性、集约性和时效性明显不相容。另一方面，有限的政府财政资金大多投向一些基础性、战略性的高技术企业，难以满足量大面广的高技术企业融资需求。当前，作为技术创新主体的高技术企业处境艰难，企业在创新活动中面临的问题主要表现在以下四个方面：创新动力不足，缺乏激励机制，企业安于现状、故步自封，不想创新；创新风险太大，企业难以独自承受，不敢创新；创新能力有限，难以找到高盈利的创新点，不会创新；创新活动需要大量资金投入，而企业要获得融资太难、太贵，不易创新。

为此，推进创新驱动战略的实施，需要激发作为创新主体的企业的创新活力，解决企业在创新活动中面临的多重困难，而金融创新正是化解企业创新困境的有效方式。针对企业在技术创新活动中存

① 辜胜阻 《重视股权投资对“创新驱动”的引领》，人民网，<http://www.people.com.cn/>，2013年7月2日。

② 辜胜阻、李洪斌、王敏 《构建让创新源泉充分涌流的创新机制》，《中国软科学》2014年第1期。

③ 孙正义 《创投神话 投阿里回报2800倍》，搜狐网，<http://www.soho.com/>，2014年3月20日。

在的“风险高”、“融资难”等问题，要在金融制度、金融市场、金融工具等多方面进行创新，构建支持创业创新的多层次金融体系，为企业的技术创新活动分担风险、融通资金，促进高技术产业的发展，推进国家产业升级。

首先，构建支持创业创新的多层次金融体系，发挥资本的“第一推动力”作用，构建多层次资本市场，形成资本市场与高技术产业的良性互动。金融市场的发达程度对经济运行的效率和质量有重要影响。资本市场作为技术创新和金融创新有机结合的场所，具有集成要素、筛选发现、放大资金、培育企业、分散风险等功能，^① 不同发展阶段、发展规模的高技术企业有不同的资金需求，包括主板、中小板、创业板、新三板和区域股权交易市场在内的多层次资本市场体系，能够为企业提供多样化、有针对性、连续性服务。具体而言，一是资本市场满足了大量高技术企业的融资需求。例如美国纳斯达克（NASDAQ）对上市企业的要求较低，吸引了众多新型中小企业在此上市。除此之外，美国场外柜台交易系统（OTCBB）和粉单市场（Pink Sheets）为大量无法达到上市要求的高技术企业提供了交易机会，在市企业数量十分庞大。二是资本市场为高技术企业成长分散了风险。高风险是高技术企业的典型特征。多层次的资本市场为高技术企业的发展壮大提供了源源不断的低成本资金支持，^② 且分散决策、分散风险的融资模式大大降低了单个投资主体所承担的风险压力。三是优秀企业在资本市场 IPO 和上市交易为风险投资机构获得退出收益提供了途径。资本市场为高技术企业和风险投资家提供了一个社会评价机制和选择机制，为风险投资提供了退资“出口”，有利于风险资本的有效循环和不断壮大。^③ 我国创业板市场设立之后，国内的风险投资发展非常迅速，数千家创投基金陆续设立，投资规模从 2009 年创业板启动时的 500 多亿元迅速增加到 2013 年的近 2000 亿元。四是严格的上市要求和灵活的退市制度能强化企业创新激励，促进市场新陈代谢，实现优胜劣汰。成熟有效的资本市场能发挥高效的筛选能力。证券市场制度是由上市、交易、退市构成的有机整体，退市的压力对约束上市公司管理层，维持资本市场优胜劣汰都有重要的意义。美国、日本、韩国、香港特别行政区、台湾地区等国家和地区的创业板市场都有比主板市场更高的退市比例。2011 年，纳斯达克退市公司占公司总数的比例为 6.14%，2003—2007 年间平均退市率高达 8%。

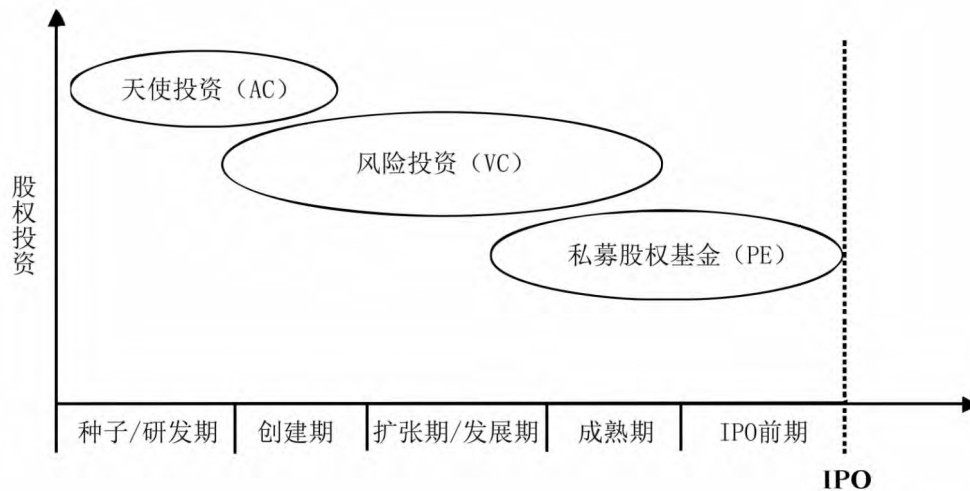


图 1 股权投资链与高技术企业成长周期匹配

资料来源：辜胜阻、李洪斌、王敏 《构建让创新源泉充分涌流的创新机制》，《中国软科学》2014 年第 1 期。

① 辜胜阻、曹誉波、杨威 《科技型企业发展的多层次金融支持体系构建》，《商业时代》2011 年第 22 期。
 ② 辜胜阻、李正友 《高技术产业与资本市场结合的战略思考》，《中国软科学》1999 年第 7 期。
 ③ 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》，《中国软科学》2007 年第 8 期。

其次，构建支持创业创新的多层次金融体系，要完善股权投资链，尤其要大力发展风险投资。股权投资主要包括天使投资、风险投资（VC）与私募股权投资（PE），股权投资链与高技术企业从初创期到成熟期的融资需求相互匹配，对企业发展至关重要（见图1）。而风险投资作为其中重要组成部分，是高技术产业的“孵化器”和创新成果产业化的催化剂，发挥科技作为第一生产力的潜能离不开发达的风险投资体系。成思危教授认为风险投资是把资金投向具有高风险的高技术开发项目，并以取得未来的高资本回报为目的的活动，有长期投资、风险性、专业投资、权益投资、组合投资等五大特点。^① 风险投资的风险偏好和逐利性特点与高技术企业的发展高度不确定性、高成长性互为需求，股权投资与高技术产业的发展进行良性互动，形成了一套发现、筛选、培育、退出的完整机制，有效驱动技术创新和产业升级。有关研究发现，美国90%的高新技术企业在发展中都利用了风险投资，这些企业创造了二战以来美国科技成果的95%。^② 在实证研究方面，Kortum等研究了美国风险投资对技术创新的促进作用，结果表明：风险投资促进技术创新的效率是公司的研发（R&D）资金投入的大约3倍。^③ 房汉廷认为科技型中小企业在发展中面临的最大约束是资金，如果依靠其自身积累而发展，微薄的利润难以自我维持，而风险投资是化解该难题的有效方式。^④ 钱水土运用省级面板数据实证分析了金融发展、技术进步与产业升级的关系，发现金融发展对技术进步和产业升级均具有正向的促进作用。^⑤ 具体而言，风险投资在促进高技术企业发展、创新成果产业化方面具有十大功能：市场筛选功能、产业培育功能、风险分散功能、政府导向功能、资金放大功能、公司治理机制功能、要素集成功能、激励创业创新功能、降低交易成本功能、培育新文化价值观念功能。风险投资的这十大功能不仅能解决科技成果转化及其产业化的资金短缺问题，而且可以形成一套完备的促进高技术产业化功能体系，对于创新驱动战略实施至关重要。

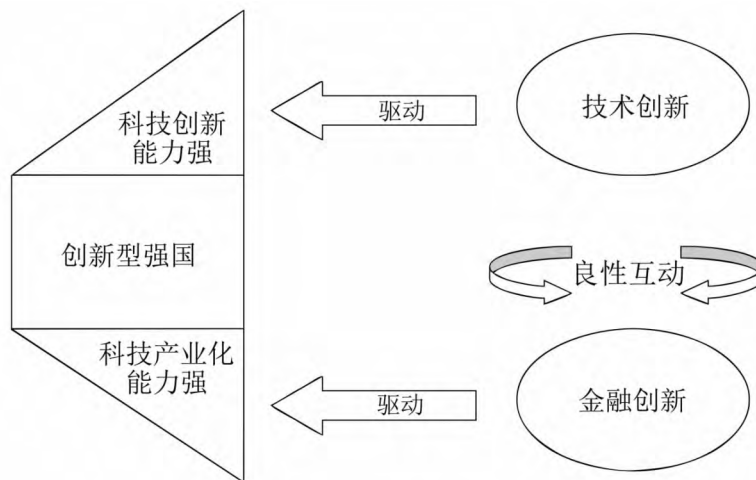


图2 建设创新型强国需要技术创新与金融创新“双轮驱动”

建设创新型强国，实施创新驱动战略，实现技术创新与金融创新的双轮驱动，一方面要进行大量的技术创新活动，不断提升科技创新能力，促进科技成果产出；另一方面则需要进行金融创新，为科技创新成果的转化分担风险、提供资金，增强科技产业化能力（见图2）。真正把科技成果转化为实现生产力和产业优势，关键在于构建支持创业创新的多层次资本市场，完善股权投资链，大力发展风

① 成思危 《积极而稳妥地推进我国的风险投资事业》，《管理世界》1991年第1期。

② 武巧珍 《风险投资支持高新技术产业自主创新的路径分析》，《管理世界》2009年第7期。

③ Kortum, Lerner, “Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation,” *RAND Journal of Economics*, No. 4, 2000.

④ 房汉廷、王伟光 《创业投资产业发展的国际比较及其启示》，北京：经济管理出版社，2004年。

⑤ 钱水土、周永涛 《金融发展、技术进步与产业升级》，《统计研究》2011年第1期。

险投资。英国前首相撒切尔夫人说过，欧洲的高科技产业发展不及美国，主要是由于股权投资发展落后了10年，缺乏与科技创新匹配的金融创新。^①为此，实施创新驱动发展战略，分散企业创新活动的高风险，化解高技术企业的资金缺乏等多重困境，既要构建支持创业创新的多层次资本市场体系，发挥出资本的“第一推动力”作用，又要提升股权投融资比重，把股权投资的高效率、高收益、专业性等特点与高技术企业的高成长性、高风险性有效匹配，真正把科技优势转化成经济优势。

二、支持创新驱动战略的多层次资本市场存在的问题

一方面，资本市场结构不合理，难以匹配创业创新融资需求。目前，我国企业直接融资发展不足，银行贷款等间接融资占比较大。中国人民银行统计显示，2014年末实体经济人民币贷款余额占同期社会融资规模的66.3%，企业债券余额占比9.5%，非金融企业境内股票余额占比仅为3.1%。^②我国多层次资本市场体系不完善，支持创业创新功能无法充分发挥。首先，从整体上看，虽然近年来我国多层次资本市场发展比较迅速，但资本市场与企业“正金字塔形”构成无法匹配，不能满足量大面广的科技型中小微企业融资需求。截至2014年10月14日，我国主板上市企业1458家，中小板上市企业724家，创业板企业397家。新三板从2013年揭牌以来已运营2年，伴随着新三板扩容至全国，挂牌企业数呈“井喷式”增长，至2014年底已达1572家，其中高成长创新科技型企业占主体。筹集金额由2013年的10.02亿元增加到2014年的129.99亿元，股票换手率也由4.47%增长至19.67%，融资能力和流动性大幅增强。^③对比之下，美国证券交易所上市企业1061家，纳斯达克上市企业3159家，纽约证券交易所上市3459家，粉单市场有上万家企业，是典型的“正金字塔式”市场，与企业的组成结构互相匹配。其次，分层次考察我国资本市场：我国主板、中小板、创业板等场内市场在市场化 and 法治化建设上存在很多不足，行政干预严重，市场没有在配置资源中发挥决定性作用。股票发行仍是传统、低效的核准制，退市制度和不同市场间的转板机制不健全，并购市场环境不佳，市场整体流动性较差。在场外市场方面，“新三板”市场存在信息披露机制不健全，监管力度较弱，挂牌公司治理差异化大、参差不齐，做市商积极性较低等问题。场外市场中区域性股权交易市场（“四板”市场）受法律定位不明确、交易不活跃、恶性竞争等问题的影响，支持科技型中小企业的力量也尚未充分发挥。

另一方面，股权投资发展不足，从业人员素质有待提高，天使投资不够发达。首先，股权投资发展相比发达国家尚显不足，我国2002年VC募资金额仅为12.7亿美元，而2013年VC和PE的可投资本达1700亿美元，10年间增长超过100倍。但是与发达国家相比，还有相当的差距，美国私募股权投资基金的年交易额占GDP的1%，而中国仅占3‰，发展潜力巨大。股权投资地区间发展呈现较大差距。在股权投资机构的集聚上，深圳股权投资机构有3000多家，北京有2000多家，而地处中部的湖北省仅有200多家。通过对比典型地区的投资案例数和投资金额数，发现差距明显，尤其是股权投资金额（见下表）。其次，股权投资存在多头监管、条块分割的现象，造成监管效率过低，容易引发潜在的金融风险。在操作层面，对私募股权投资资金的募集来源范围的限定和资金投向也未作明确规定，造成资金来源主体单一，机构投资者和个人投资者的投资渠道不通畅。再次，股权投资从业人才缺乏，投资机构的管理能力参差不齐也是制约股权投资发展的重要因素。股权投资业是高风险、高专业性的行业，要求从业人员要有国际化视野、过硬的专业素质、丰富的创业经验。著名的技术创新理论家考茨斯基提出，对于风险投资事业的发展，风险投资家是关键，他们需要具有工程技术知

① 张景安 《没有金融创新，科技创新则寸步难行》，《中国高技术企业》2010年第8期。

② 《2014年度社会融资规模存量统计数据报告》，中国人民银行网站，<http://www.pbc.gov.cn>，2015年2月10日。

③ 《新三板一年扩容4000亿，2015年四大变革可期》，人民网，<http://people.cn>，2015年1月17日。

识、管理理论和实践、金融投资经验，是横跨科技界、金融界、法律界和政府部门的“通才”。此外，本土的天使投资人队伍发展不足，优秀企业家从事天使投资意识也较弱。美国的天使投资人约有75.6万，其中活跃的投资人有6万至10万，相比之下，我国的天使投资人仅几千人，其中的活跃者为几百人。^①在构建与实施创新驱动战略配套的金融体系中，如何培养本土优秀人才和吸引外来精英，壮大天使投资人队伍，是一个须解决的问题。

2014年上半年全国私募股权投资市场地域分布表

	北京市	深圳市	江苏省	四川省	黑龙江省	湖北省	全国
创业投资 VC 市场							
投资案例数: 起	202	47	42	12	2	14	517
占比: %	39.1	9.09	8.12	2.32	0.39	2.71	100
金额: US \$ M	2337.68	263.87	241.26	101.87	15.52	103.87	5300.86
占比: %	44.1	4.98	4.55	1.92	0.293	1.96	100
私募股权 PE 市场							
投资案例数: 起	83	9	14	8	3	4	231
占比: %	35.9	3.9	6.06	3.46	1.3	1.73	100
金额: US \$ M	7190	388.9	375.35	95.26	44.88	9.35	12 212.95
占比: %	58.87	3.18	3.07	0.78	0.37	0.076	100

数据来源: 私募通, 2014年。

三、完善多层次资本市场，推动创新驱动的战略思考

实施创新驱动战略需要促进科技与金融的深度融合，实现技术创新与金融创新“双轮驱动”。通过以上分析发现，我国的多层次资本市场、股权投资、天使投资等支持创业创新的力度不足，金融“短板”已成为现阶段实施创新驱动战略中的最大制约因素。为此，必须深化金融体制改革，构建多层次金融市场体系、多样化组织体系和立体化服务体系。具体而言，要壮大主板市场，改革创业板市场，完善“新三板”市场，规范发展区域性股权市场，优化并购重组市场环境，进一步推动股权投资的大发展。^②要构建多层次“正金字塔式”资本市场体系，形成主板、中小板、创业板等交易所市场，全国中小企业股份转让市场（“新三板”）、区域性股权交易市场（“四板”）及券商柜台市场（“五板”）等场外市场，为实体经济提供多样化服务，满足投资者多元化投资需求。在“正金字塔式”资本市场下方，则是大量VC/PE和天使投资人与资本市场进行良性互动（见图3）。

1. 要壮大主板和创业板市场，推进资本市场的市场化和法治化改革，加快股票发行核准制向注册制的改革步伐，完善退市制度和不同市场间转板机制，让市场发挥支持创业创新的主导作用

资本市场的改革方向是市场化、透明化、法治化、国际化。资本市场改革首先要市场化，让市场发挥支持创业创新的主导作用。IPO由核准制向注册制过渡是建设统一开放、竞争有序的市场体系的重要环节。党的十八届三中全会明确提出，要推进股票发行注册制改革，加快制定从核准制向注册制改革的具体方案，对《证券法》进行配套修改，完善信息披露、严格的惩处等配套监管措施。注册制改革将“还权于市场”，利用市场机制来筛选企业。自主判断、自由选择被认为是投资者不可剥夺的权利，上市成功与否、定价高低都应由市场来决定。二要贯彻以信息披露为中心的监管理念，健全多层次资本市场信息披露规则体系。在注册制下，通过放松事前审批，监管层可集中精力于拟挂牌企业的信息披露和事后控制，保障发行人披露信息的数量和质量，满足投资人理性决策的信息要求，大幅减少行政审查的环节。三要明确主板、中小板、创业板等各市场的层次定位，尽快推出退出制度和

① 李晓宁 《创业3.0时代，需要更多天使》，<http://www.txweekly.com>，财经天下网，2014年11月25日。

② 肖钢 《注册制改革核心在于理顺市场与政府关系》，人民网，<http://people.cn>，2015年1月19日。

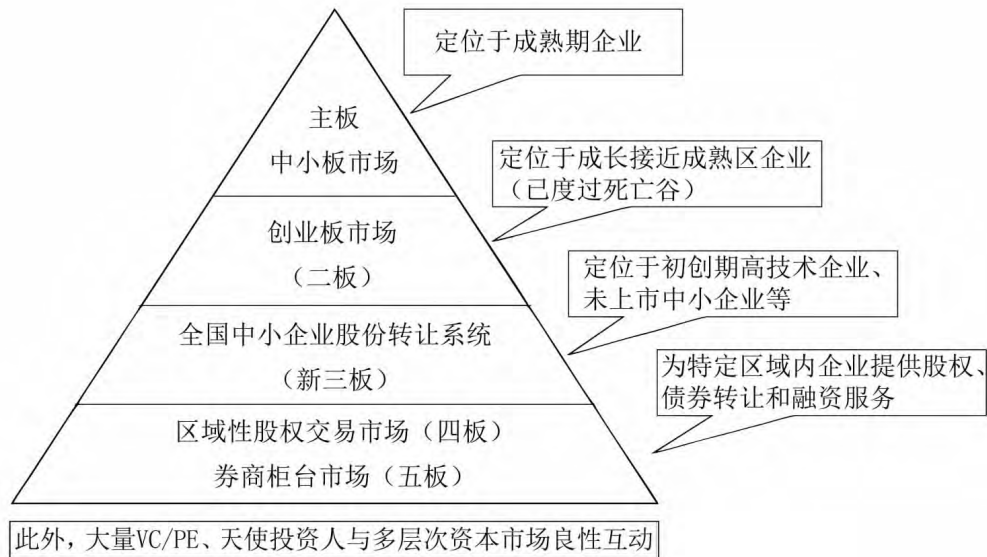


图3 构建多层次金字塔式资本市场体系

转板机制。主板市场主要定位于成熟期的企业；中小板主要服务于达到成熟期的中小企业；创业板主要定位于成长期接近成熟期的企业；而三板市场主要服务于初创期高科技企业、未上市中小企业以及高层次市场的退市公司。要尽快推行退市制度，利用市场机制来淘汰企业，不仅可以使直接融资成为“圈钱”工具的常态得以改变，同时也能扭转当前中国股市严重的“劣币驱逐良币”和大量“死而不僵”的上市公司仍在存活的局面。同时，要建立不同市场间的转板机制，使场内交易和场外市场互动。此外，资本市场支持创业创新功能的发挥要靠法治。通过“依法治市”让市场发挥配置资源的决定作用，尊重市场及市场规律，让市场焕发生机与活力。推进“依法治市”重点涉及完备的法律规范体系、高效的法治实施体系和严密的法治监督体系等相互影响的三个维度。“依法治市”的核心是保护产权，要保障财产所有者、投资者、创业者、消费者等市场主体的合法权益，实现要素的自由流动、公平交易。要规范政府与市场的关系，做到市场主体“法无禁止皆可为”，政府“法无授权不可为”。

2. 大力发展支持创业创新的“新三板”市场，完善信息披露制度，发展并购市场，推出市场分层管理，壮大做市商队伍，提升“新三板”市场投融资服务水平

全国中小企业股份转让系统（俗称“新三板”）是全国性场外股权交易市场 and 多层次资本市场体系的有机组成，为企业资产盘活、并购重组、私募融资提供了重要的通道，也为企业转板主板及二板市场提供了渠道。但目前新三板市场在发展中还存在诸多问题，为了全面提升“新三板”市场投融资服务水平：一要完善信息披露制度，重视保护投资者的利益。完善信息披露制度是保障投资者利益不受侵害的重要前提，市场信息不透明会影响投资者合法权益。新三板市场的信息披露制度设计要结合挂牌企业规模不大、公司治理制度尚未完善的特点，按照便利性与重要性的原则，鼓励企业自愿进行信息披露、券商进行事前监管、股转系统负责事后监管。同时要加大对信息披露违规企业的处罚力度，通过提高企业违规成本，进而减少不合规的信息披露。二要发展并购市场，加快推行转板机制，疏通股权投资退出通道，增加新三板对投资者的吸引力。并购市场和转板是天使投资、VC/PE在新三板实现资本退出的重要通道，退出通道阻塞会影响市场流动性进而对IPO前端投资产生影响，最终制约新三板正常投融资功能的发挥。管理层要制定专门的新三板并购法规，把并购市场纳入合理规范，防范报表重组、题材重组等低效率并购行为的出现，努力提升并购效率。做好转板机制设计，考虑不同层次市场定位的差异化，不仅要有低层次市场向高层次市场的转板，而且要包括高层次市场

向低层次市场的转板。三要实行市场分层管理,伴随新三板挂牌企业大幅增长,挂牌企业发展水平参差不齐、逐渐分化,实施分层管理愈发必要。要使市场分层管理与市场规模扩大协调推进,差异化设计信息披露机制、股票交易细则、投资者适当性等制度安排。四要继续壮大做市商队伍,放宽新三板做市商准入。2014年12月26日,《关于证券经营机构参与全国股转系统相关业务有关问题的通知》指出,要把当前做市商主体由证券公司扩容至基金子公司、证券投资咨询机构以及私募基金等。在此基础上,增强做市商进行做市业务的积极性,进而增加新三板市场交易的活跃性,提升市场流动性。五要强化市场监管,加大对违规行为惩罚力度。我国虽于2013年底发布了《非上市公众公司监督管理办法》,但对于违规行为的界定、相关的处罚细则都不明确,存在寻租的空间。因此要加快完善现有规定,细化违规行为标准、监管细则,维护良好的市场秩序与环境。

3. 要明确区域性股权交易市场是我国多层次资本市场的重要组成部分的定位,完善区域性股权交易市场体制机制,使其更好地服务于创新创业

区域性股权交易市场处于我国多层次资本市场的最基础层级,对优化小微企业治理结构、调动民间资本积极性、完善资本市场体系具有重要意义。为此,一要明确区域性股权交易市场的法律地位,借《证券法》修订契机,将区域性股权交易市场纳入多层次资本市场体系,明确区域性股权交易市场的定位,与新三板等其他板块进行合理分工,使各个市场各司其职,更好发挥其专业功能,满足不同发展阶段的企业融资需求。要按照“非公开、非集中、非连续”的总体原则,对区域性股权交易市场的交易制度、企业挂牌标准、信息披露、参与主体、自律管理以及区域股权交易市场的“区域性”做出明确规定并制定统一的最低标准,防止地方政府盲目重复建设和竞争性降低挂牌标准。二要适度提高企业股东不能超过200人的上限,提升市场交易的活跃性。场内交易所上市融资历时周期长,不利于企业在短时间内募集发展所需资金,而区域股权市场挂牌企业每次融资时间基本在2—3个月左右,具有低成本、高效率、服务便捷的优势。^①三要积极推动区域股权交易市场内部分层,使其更好地匹配企业的融资需求。随着实体经济的复杂化和多样化,资本市场固有的多层次性表现更为明显,对于金融创新提出了相应的制度要求。从既有分层市场中创新出新层次,能够更好地适应融资者和投资者的需求。上海股权托管交易中心“一市两板”的经验值得借鉴,通过设立“非上市股份有限公司股份转让系统(E板)”和“中小企业股权报价系统(Q板)”,并制定不同的挂牌标准,能够为不同类型的企业提供融资服务,目前E板挂牌企业338家,Q版挂牌企业达到2838家。四要鼓励区域股权交易平台积极与其他类型的金融机构开展合作,鼓励更多中介服务类机构入驻股权交易中心,为企业提供股权融资、债券融资、信贷融资、企业信息展示、企业融资咨询培训等多方面、全方位的服务。比如,武汉股权托管交易中心与湖北银行和楚商资本集团签署三方战略合作框架协议,共同为湖北四板挂牌企业提供挂牌辅导、信贷融资、股权融资、贷投联动、私募债发行与承销等综合金融服务。

4. 发挥政府引导的功能,完善股权融资链,壮大天使投资人队伍,健全相关立法保障,探索发展股权众筹融资,促进科技成果向现实生产力转化

国家要积极完善股权投资链,大力发展股权投资,补齐股权投资体系“短板”,实现科技优势与金融资源的有效对接。一要发挥好国家新兴产业创业投资引导基金的作用,激发创新创业活力。国务院已决定,设立总规模400亿元的新兴产业创投引导基金,支持处于起步阶段的创新型科技企业,促进创新与产业对接。在完善VC/PE投资链的过程中,要充分发挥政府引导基金的引导作用,让政府力量、社会力量和民间资本共同推进我国创新创业和产业升级。^②二要鼓励各地方政府积极营造良好的市场环境,培育壮大本地股权投资机构,并吸引优质外地股权投资机构在本地设立分支机构,通过

^① 刘艳珍《区域性股权交易市场融资研究》,《金融理论与实践》2014年第6期。

^② 《李克强主持召开国务院常务会议》,中国政府网,http://www.gov.cn,2015年1月14日。

股权投资机构的集聚,发挥出规模效应以有效降低其运营成本,提升其利润增长的空间和发展的潜力,同时要结合本地区重点发展的高新技术产业或优势行业,引导 VC/PE 机构的投资向本地优质项目倾斜。^① 三要使政府成为股权投资和高技术产业发展的制度供给者,主动健全相关立法保障,尽快制定《私募股权投资基金法》以明确其法律地位,规范资金的募集,适度拓宽资金来源,要完善《保险法》、《商业银行法》、《公司法》等相关法律法规的对应部分,打造包括保险基金、企业年金、养老金在内的资金“募集池”,引导投资者结构合理化,使投资行为回归中长期和理性。在基金的投向方面,要高度关注当前 VC/PE 哄抢 IPO、Pre-IPO 项目等“重晚轻早”的不理性行为,通过税收优惠、财政扶持等方式,培育关注创业创新和长期优质项目的文化,促进股权投资行业的健康发展,形成与高新技术产业的良性互动。四要培育创业创新文化,培养专业从业人员,扩大天使投资人队伍。通过建立股权投资引导基金,打造投资信息交流和共享平台,减少各个参与主体之间信息不对称问题,调动投资者和高技术企业的积极性,营造鼓励创业创新的文化氛围。股权投资行业是一个“以人为本”的行业,专业的投资管理人拥有敏锐的市场直觉、丰富的投资经验,对投资基金的成败举足轻重,是该行业最大的资产。同时,做好优秀外资基金人才的引进工作,外资人才与本土人才形成竞争和合作关系,从而“倒逼”国内从业人员素质的提升,这将全面优化整个行业的管理水平,有利于打造一支高水平、国际化的股权投资基金从业队伍。要鼓励优秀本土企业家从事天使投资,壮大投资人现有队伍,让更多“闲钱”流入实体经济,为创业创新注入“血液”,促进科技成果向现实生产力转化。此外,为进一步拓展中小企业创业创新融资渠道,要探索发展股权众筹融资,积极开展股权众筹业务试点。中国证券业协会于 2014 年 12 月公布《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》,对股权众筹业务监管进行初步界定,并要求平台在中国证券业协会进行备案。截至 2015 年 1 月 20 日,已有 8 家股权众筹平台成功备案登记成为中国证券业协会会员,众筹业务的监管和自律正逐渐形成和规范。在合理有序监管的基础上,推动股权众筹与多层次资本市场进行有效对接,调动民间资本参与我国经济发展创新驱动的积极性。

5. 要提高金融公共服务效能,完善面向科技型企业的融资服务体系,加强金融服务平台建设,发展专业化服务机构

不同发展阶段和不同规模的科技型企业有着不同的融资需求,即使同一企业,不同成长阶段也需要差异化的融资服务。金融服务如果过于分散化、碎片化,也会间接推高企业的融资成本。因此,需要探索建立包括股权投资机构、银行、保险公司等金融机构在内的一站式金融服务平台,为科技型企业提供差异化、连续性的金融服务。通过创新金融服务品种,提升科技型企业融资效率,降低融资成本。

总之,新常态下创新驱动引领产业升级要技术创新与金融创新“双轮驱动”,创新与创业一体运行,市场之手和政府之手“双手”推进。在金融创新方面,要大力调整金融结构,显著提高直接融资比重,完善多层次资本市场,优化以风险投资为核心的股权投资链,实现金融链、创新链、产业链“三链”联动。

致谢: 庄芹芹、曹誉波、刘伟、李睿在本文的完成中做了工作。

责任编辑: 刘雅君

^① 辜胜阻、高梅、刘江日《当前 VC/PE 的行业深度调整的方向》,《金融时报》2012 年 11 月 5 日。