

# 金融支持企业创新的路径与对策

周莉萍 赵蕊

**摘要：**本文深入分析了我国金融体系支持企业创新存在的障碍，包括商业银行同质化竞争程度低，创新不足；风险投资行业发展缓慢，可得性不高；股票市场激励创新的制度不健全；数字金融面临信贷风险。我国金融支持企业创新的发展思路：一是推动商业银行竞争，改变传统以抵押为主的融资模式，提高其对企业创新的支持力度；二是完善股票市场的发行、并购和投资者保护等制度；三是推动风险投资行业发展；四是引导数字金融等新型金融中介服务创新；五是加大金融开放，在全球范围内为我国科技创新配置资本。

## 一、引言

历经改革开放和长期努力，我国经济已经迈向高质量发展阶段，需求结构和生产函数发生了重大变化。当前生产体系内部循环不畅、供求脱节、关键技术“卡脖子”问题突出，这就要求我国依靠创新驱动，推动经济高质量发展。但是鉴于创新的显著外部性特征以及外部资金支持的成本与其期望收益不匹配等问题，创新难以获得投资者支持。

从《2019年中国专利调查报告》等公开的统计数据来看，国家层面的创新主要由财政资金支持，企业层面的创新主要来自内部资金，个人层面的创新多为自筹，金融对创新的支持力度有限。加之受全球

新冠肺炎疫情等不确定性因素影响，我国初创型企业的平均生命周期仅为 2.5 年左右，远低于美国初创企业 5~7 年的存活期，直接拉低了整体创新质量，创新对经济的拉动作用没有被充分释放出来，科技、产业和金融之间没有完全进入良性循环局面。

因此，推动经济高质量发展需要更多投资者支持并投资创新活动。本文主要探讨金融体系如何支持企业创新融资。通过梳理金融支持企业创新融资的基本理论和实践，分析我国金融体系支持企业创新融资面临的阻碍，并提出相应的改进建议。

## 二、文献综述

创新为什么不容易得到金融投资支持，经常存在资金缺口？国内外学者对这一问题进行了探讨。在国外，Griliches（1992）认为创新活动尤其是基础性研究存在正外部性，因此 Romer（1986）、Aghion 等（1998）认为，个人和企业往往无法从投资创新研发中获得完全对等的收益，从而不愿意对研发及创新活动积极投资，导致研发等创新活动难以获得融资。Schumpeter（1942）等认为创新者和投资者往往不是同一主体，存在信息不对称，最终导致了诸多交易摩擦。Anton 等（2002）认为创新者以期权方式获取前期不能完全披露的创新贡献将优于股权方式。Bougheas 等（2003）研究发现，一国资本市场的缺陷导致小科技企业难以获取外部融资，企业存在资金投资缺口，被迫选择内部资金来支持创新、导致其对内部融资的偏好。Barry 等（1990）、Megginson 等（1991）的研究均发现，风险投资机构在创新企业中主要起监测作用，降低企业 IPO 抑价。Nahata（2008）认为，越多知名

风险投资机构介入企业 IPO，企业 IPO 效率越高。Hsu 等（2014）研究了 34 个发达国家和发展中国家发现，股票市场发展会鼓励企业创新，而信贷市场发展会阻碍企业创新，这些效应在发展中国家，在股东保护程度高、债权人保护程度弱以及普通法系国家尤其显著。

在我国，王勇（2022）研究发现，在全国层面上，我国金融体系无论是金融中介、风险投资还是金融市场的发展，其资源配置功能的提升，确实带来企业融资环境的改善。宋伟等（2021）研究发现，在地方层面上，地方政府积极推动多元化金融支持政策，政策效果明显。陈元（2020）指出，鉴于直接融资对创新的作用，首先要理顺科技与资本的关系。巴曙松等（2022）认为要构建一个从创业者、初期投资者、并购市场、分析师、投资经理到二级市场投资者的完善生态闭环，使得金融市场对于科创企业更加友好。陈道富等（2022）指出，由于基础研究创新不容易转化为商业效益，金融与基础性的科技创新之间往往需要通过产业平台来间接融通，比如构建成果转化平台和产业再投资平台。戴梦希（2022）指出我国保险业通过 20 余个科技保险险种，为企业提供融资担保、增信服务和信用保险等来支持企业创新。

总体而言，研究者从多个维度探讨了金融支持企业创新，但对多元化科技投入机制的研究远远不够深入和系统。本文试图深入剖析金融支持企业创新的多元化投入机制。

### 三、金融支持创新的路径及特点

何谓“创新”？简单来说，是指特定市场主体有能力发明新技术或颠覆性技术，制造新产品或持续改善产品质量（产品升级换代），

以及重新定义商业模式等一系列开拓性活动。狭义的创新指科学技术创新，广义的创新则涵盖制度创新、商业模式创新等。本文讨论狭义创新。

### （一）创新型企业的融资需求特征

创新型企业尤其是初创期的创新企业，其自有资金有限，有较高的外部融资需求。与此同时，其自身有相对独特的融资特征，有别于一般企业：一是创新的成本主要是研发人员的工资或智力报酬等；二是创新成果通常是不易被抵押的无形资产，这使得企业不容易获得银行贷款；三是创新充满不确定性，一方面是创新自身以及创新的商业化应用面临的失败风险，另一方面是创新成功后核心人力资源离职带来的无形资产流失风险，这都可能会导致过高的创新沉没成本。处于不同时期的创新型企业融资需求略有不同，但轻资产、重无形资产，如专利、现金流不确定、高失败风险等，是其基本的融资特征。

### （二）风险投资是解决初创企业创新资金缺口的主要渠道

多数企业创新青睐内部融资。但现实情况是，初创型企业很少有足够的留存收益，必须通过外部融资支持创新。从发达国家实践来看，初创企业的创新活动主要由风险投资机构这一典型的非银行金融中介来支持。这类机构主要是利用了一定的风险控制手段，降低了信息不对称程度，继而降低了整个投资周期的风险。这些风险控制手段包括：（1）在投资之前，集中专业人才对创新企业进行充分的尽职调查，有效甄别创新的真伪和质量；（2）分阶段、分轮进行长期投资，而非一次性短期投资，通过逐步考核企业创新成果和绩效，再决定后续投

资力度；（3）由头部风险投资机构联合多家风险投资机构，进行联合投资或辛迪加模式投资，共同分担风险；（4）设计分配公司控制权的有效机制，通过提高公司治理水平促进创新，同时降低创新企业 IPO 时的抑价率；（5）保持灵活的退出机制等。

### （三）股权融资是上市企业创新首选

创新企业在风险投资退出之后进入公开上市的股票市场融资，是对双方均有利的选择，完整的风险投资机制需要股票市场的承接，尤其是服务中小型创新企业上市、制度健全的 IPO 市场。IPO 市场决定了风险投资机构能否获得适当的激励，从而更有动力筛选和监督好企业，也决定了创新企业控制权能否顺利从风险资本机构转移至企业家，最终决定了企业自身以及风险投资行业能否长期可持续发展。

无论从风险投资顺利退出视角，还是从企业融资偏好、融资成本等视角，股权融资都是企业创新、提高公司价值的首选。在支持企业创新方面，股权融资效率优于银行信贷，但企业内部融资成本优于股权融资。股权融资支持创新型企业的前提是股票市场自身制度健全，有持牌的各类市场型中介、完善的法律监管制度和投资者权益保护制度等。不健全的股市制度容易使创新企业丧失控制权或控制权被稀释，这也是很多企业反理论而行之，优先选择债务融资的基本原因。

### （四）商业银行支持创新的力度有限

讨论之前，需要先厘清另一个问题，即谁在主导创新活动，已上市企业还是未上市企业？大企业还是小企业？国家知识产权局 2021 年发布的《2020 年中国专利调查报告》显示，我国创新主体是企业。

按企业规模划分，创新占比从高到低依次为：小型企业（36.6%）、中型企业（24.3%）、大型企业（20.6%）、微型企业（18.5%）。我国创新主体结构与发展中国家基本一致。

作为企业债务融资的最重要渠道，银行信贷能促进企业创新。但实现“银行信贷促进创新”的基本前提是企业有足够的抵押资产，但创新型企业的融资特征使其不容易获得重视抵押品的商业银行金融体系的支持，创新型企业的融资需求和传统金融体系的已有供给之间形成了较强的金融摩擦。因此，商业银行支持企业创新的力度有限。

#### **（五）结论及其对中国的适用性分析**

在支持企业创新融资的金融体系中，按照资本成本等综合因素考量，企业偏好的、适合支持创新的资金依次是：企业内部留存资金、大企业自身风险投资资金、外部风险资本、商业银行信贷及其他，已上市企业还可以通过资本市场融资。

总之，企业创新需要发达的风险投资机构、规范的股票市场、高度竞争的商业银行体系以及完善的政府资金支持体系。只有将多种金融中介和金融市场有机结合、协同发展，才能有效地支持创新。

#### **四、我国金融体系支持企业创新融资的阻碍何在？**

世界知识产权组织发布的《全球创新指数 2021》显示，中国目前的创新水平在全球排名第 12。虽然中国的创新数量、速度已今非昔比，但专利发明等基础性创新的实施率、产业化率都不够高，初创企业的生命周期也较为短暂，均低于排名靠前的发达国家。原因之一是金融支持体系不够完善，支持力度不够，不具有可持续性。金融体系

发达不是创新的充分条件，但它是创新的必要条件。我国金融体系自诞生以来，就担负着促进经济增长的使命。在配合实体经济多年追赶式、粗放式发展之后，金融体系没有及时转型并跟上近年来我国科技的创新速度。因此，需要厘清金融支持创新的内在阻滞，为构建“创新友好型”金融体系做准备。

## （一）我国企业创新及其金融支持概况

### 1.我国企业创新现状

从专利申请数量这一衡量创新水平的重要指标来看，中国近几十年以来的创新速度明显加快，尤其是最近五年。中国的专利申请数量已经从 20 年前年均 200 件左右不断攀升，在 2015 年开始超过美国，成为全球第一大专利申请国，且专利申请以每年 10% 以上的增速不断上升。2021 年全年，我国发明专利授权 69.6 万件，实用新型专利授权量 312.0 万件，外观设计专利授权量 78.6 万件，我国有效的发明专利数量约占全部有效专利数量的 15.12%。虽然创新速度很快，但是我国初创型企业的生命周期非常短。从企业注册量来看，中国目前平均每 8 分钟诞生 1 家企业，但从企业注销速度来看，初创期的失败率高于 80%，企业平均寿命 2.5 年，远低于美国初创企业 5~7 年的存活期。初创企业存活期不高拉低了整体创新质量，创新对经济的拉动作用没有充分释放出来。在芯片等诸多关键的基础研究领域，我国仍落后于发达国家，在国际贸易摩擦加剧的背景下，这些领域开始成为经济被“卡脖子”的关键环节。

我国创新的研发成本有多高？国家知识产权局 2020 年调查数据

显示，我国研发成本分布结构如下：5 万元以下（不含 5 万元）专利占比 22.1%；5~10 万元（不含 10 万元）占比为 16%；10~50 万元（不含 50 万元）占比 20.7%；50~100 万元（不含 100 万元）占比 10.7%；100~500 万元（不含 500 万元）占比 8.6%；500 万元及以上占比 2.8%；其他费用占比 19.1%。由此可见，我国 38.1%的创新成本在 10 万元以内。企业年研发经费支出如下：低于 100 万元的占 48.6%，100~300 万元的占 20.5%，300~1000 万元的占 17.2%。

总体来看，我国创新主体是企业，企业创新的主要资金来源为内部自有资金，绝大多数创新的研发成本并不高。

从目前的创新效果来看，企业专利实施率为 62.7%，产业化率为 46.0%，均高于高校及科研单位，其中中型企业的创新实施率 67.1%，产业化率 50.2%，均为最高。从有效专业产业化率来看，初创企业为 38.5%，低于其他企业的 51.6%。肖文等（2014）利用公开数据测算了我国企业的创新效率，发现中国整体平均技术创新效率在 0.5~0.6 之间，且市场化导向的技术创新效率明显低于非市场化导向的技术创新效率，这导致创新资金投入并没有同步提高我国的技术水平和全要素生产率（TFP）。因此，我国创新投入转化为经济效益的效率不高。

## **2.我国创新的资金支持结构概况**

关于我国企业研发经费来源，《2019 年中国专利调查报告》调研数据显示，90.2%的企业研发费用来自自有资金，10.2%的企业来自其他资金，9.0%的企业来自政府资金，3.7%的企业声称无研发资金，0.3%的企业研发费用来自境外资金支持。个人研发经费方面，87.3%的研



发费用来自个人积蓄，8.9%的研发费用来自朋友资助，5.2%的研发费用来自银行贷款支持。

因此，从基础研究、专利发明到创新实施、产业化等一系列过程来看，从创新到产业化的每一环节中，金融体系都有较大的支持空间。提高金融体系支持创新的效率非常重要。厘清金融体系支持创新融资的痛点，提高我国金融体系对创新企业的支持力度刻不容缓。下文按照金融体系中支持创新的重要金融中介、金融市场一一进行分析。

## （二）商业银行支持企业创新存在的问题

根据调研，我国商业银行近年来不断加强对“专精特新”等高新技术企业的贷款支持力度。根据国家知识产权局历年调研数据以及 WIND 数据库中关于我国大中型高技术产业企业技术费用结构分析发现，大中型高科技企业研发费用支出占比高于企业自身的技术改造经费支出、企业引进技术经费支出、企业消化吸收经费支出以及企业购买我国技术经费支出。2016 年我国大中型高科技企业研发费用为 2437.6 亿元，其中技术改造经费支出为 402.8 亿元，引进技术经费支出为 99.8 亿元，消化吸收经费支出为 7.8 亿元，购买我国技术经费为 77.4 亿元。虽然数据目前仅更新至 2016 年，相对滞后，但基本能表明我国大中型企业对自身技术革新能力较弱，其创新的重要模式之一是获取市场专利。

因此，大中型高科技企业的研发费用支出一直较高，我国商业银行体系对大中型高科技企业的支持力度较大。但是，如前文国家知识产权局公开数据显示，90.2%的企业研发费用来自自有资金。而我国

创新的主体是中小企业，从这个视角来看，我国商业银行对中小企业创新的支持力度相对有限。

其根本原因在于，我国商业银行目前异质化竞争程度低，支持企业创新的金融模式不足。商业银行如果不对目前的抵押融资机制进行本质创新，仍然以重资产为重要的抵押品，其对轻资产、大数据等新型科技企业的科技信贷需求的弱支持局面就不会有根本性的改变。因此，自身缺乏创新，导致商业银行之间的异质化竞争程度低，加剧了信贷资金配置集中、配置效率低、信贷市场两极分化，使得大企业信贷资金过剩，中小型科技企业融资难。另外，由于制度、人才配备等多重因素，我国商业银行与风险投资机构、股权投资基金等市场型金融中介没有形成良好的合作模式。此外，利率并未完全市场化，商业银行对市场风险的自主定价能力弱，尤其是中小商业银行，基本是随行就市，直接约束其高效供给科技信贷的能力。

### （三）风险投资行业支持企业创新存在的问题

目前，我国最主要的风险投资机构是风险投资基金和部分私募基金。私募基金主要投资“私人股权”，即非公开发行和交易的普通股、优先股以及可转换债券等，理论上其可以投资于风险投资机构的所有业务。

风险投资行业在中国的发展时间并不长，自 1998 年《关于加快我国的风险投资事业》提案出台后，我国风险投资行业开始起步，最初的发展模式为政府主导。随着创业板的诞生，2009 年左右出现爆发式增长，本土风险投资基金骤增，我国风险投资金额一度名列全球前

茅，步入发展期。中国证券投资基金业协会公开数据显示，2020年，我国PE/VC管理人为14992家，存续VC基金为7978支，风险投资基金存量规模为1.21万亿元。虽然因疫情冲击、经济艰难复苏等原因，其总体增速有所下滑，但总体规模仍居全球前列。全球风险投资也青睐中国，据Dealroom统计数据显示，2021年，全球风险投资有近十分之一的资金流向了我国，主要集中于半导体、生物科技和信息技术等。

创新到产业化的关键环节是实施专利、推进产业化。由前文可知，目前，我国的专利实施率、产业化率均不高。在发达国家，风险投资机构在初创企业发展过程中承担着企业管理、法律顾问等多重职责。拥有发明专利的多是科技型人才，而对专利进行实施、产业化，需要对市场有足够了解，这并不是科技型人才所擅长的。风险投资机构需要为初创企业提供专利之外的各类人才支持、制度支持等。但我国大多数风险投资机构缺乏组合各类人才的机制和成熟模式。

事实上，除了全球专业的风险投资机构，我国的非银行中介机构也开始涉足风险投资领域，投资科技创新企业。从负债端来看，风险投资机构的资金来源有两类，一是自有资金，二是通过信托方式获得的高净值客户资金，一般是封闭基金，封闭期多为5年以上。风险投资机构吸收资金的门槛非常高，其对客户的风险承受能力要求较高，因为资产端的资金面临投资失败的风险较高，投资周期较长，短期几乎没有收益，从而资金的封闭期也较长。因此，普通居民财富直接进入风险投资机构，获取风险投资的机率较低。如果投资意愿强烈，也

只能通过母基金的方式进入科技创新投资领域。在风险投资领域治理体系不完善的情况下，我国一般投资基金也开始涉足或者向风险投资领域转型，部分期望收益率较高的高净值客户通过商业银行的私人银行部门、私募基金等渠道也能进入风险投资领域。“资金从哪里来，资金到哪里去”，如何进行期限转换、流动性转换和信用转换，是保证金融中介稳健发展的关键。但这部分资金与商业银行存在紧密联系，在资产端投资明显存在高风险的情况下，极有可能引发刚性兑付风险、传染风险，威胁金融稳定。

商业银行、非银行金融中介共同的优势在于从居民部门获得的资金优势，也正因为如此，为保持稳健性，二者目前的经营模式均不适合进行高风险投资。与此同时，商业银行对贷款人或机构具有高度的信息监测优势。如何将金融中介的资金优势、商业银行的信息监测优势与风险投资机构的风险管理优势有机结合，是未来风险投资机构与金融中介的合作方向之一。

#### **（四）股票市场激励创新的障碍**

作为承接风险投资机构等股权投资的重要载体，股票市场对于企业创新的重要性不言而喻。目前，针对创新型企业，一级市场和二级市场均存在不同程度的问题。

**1.一级市场存在的主要问题。**（1）股票定价问题。2020年3月《证券法》修订后，企业IPO准入开始实行注册制，我国创新企业进入股市的门槛逐步降低。这在很大程度上缓解了风险投资与股票市场的低效对接问题，但股票发行定价依然存在行政化等非市场行为，没

有形成市场主导的价格发现机制。(2) 中介机构体制机制不健全。保荐、承销等中介机构代理风险、道德风险高，中介机构间责任划分不清。目前以私募基金和券商为主的中介机构市场集中度较高，可供企业选择的范围较小，导致其主动维护自身声誉的动力较弱，道德风险、代理风险较高。另外，在“保荐人牵头责任”模式下，事后责任集中于券商，其他中介机构如会计师事务所、律师事务所等责任较轻，容易出现投机冒险心态。中介机构没有受到同等严格的约束，容易出现道德风险漏洞。

**2.二级市场存在的主要问题。**(1) 信息披露质量不高。股市所有的交易都是基于对信息的判断，信息披露是否充分决定了股市交易风险以及股票价格的合理性。目前，我国上市公司信息披露主要以“监管合规”为导向，距离有效市场的要求依然有差距。一方面，信息披露制度较为固定，信息披露不够及时。另一方面，监管部门对信息披露形式要求不高，没有从投资者保护角度充分考虑投资者需求。例如各大上市公司年报信息过于冗长，与公司经营、投资风险相关的有效信息难以准确鉴别。(2) 收购与反收购问题。创新者更期望能对自身创新有更大的所有权，厌恶被收购。而我国股市在收购与反收购方面的制度不够完善，创新企业面临高收购风险。(3) 上市企业公司治理法律制度不健全，且存在执行不到位的情况。例如投资者分红制度不完善，存在内部人损害外部投资者权益的情况。股市理应成为经济发展的“晴雨表”，但我国投资者关注企业自身创新有限，加之散户多于机构，投机氛围浓，股票价格最终难以及时准确反映企业及市场的

真实发展情况。

### （五）数字金融机构支持创新的阻碍分析

利用大数据能有效控制小微初创企业信贷风险，但面临诸多发展问题。截至目前，面对轻资产的小微企业，基于电商平台的数字金融平台或机构与商业银行信贷的典型不同在于，其拥有来自电商平台个人消费形成的大数据，从而能对个人及小微企业现金流等更准确地“画像”，进而通过更强的风险定价能力降低信贷风险，形成相对较强的风险控制模式，这是金融科技公司相对于商业银行的优势。但是，其本质是信贷模式，是数字金融机构自身的负债，而不是股权投资模式，主要是对商业银行信贷形成替代效应，而不是对风险投资形成替代效应。如此，数字金融机构依然需要自有资本来抵御风险。然而事实上，其利用长期宽松的监管环境形成监管套利，通过对消费信贷资产证券化累积了高杠杆，抵御风险的自有资本比率并不高。

另外，数字金融机构不是专业的风险投资机构，只是通过消费信贷间接支持小微企业，并惠及其中部分创新型小微企业。其不是精确支持科技创新企业，仍通过对高风险信贷进行高利率定价支持创新，依然没有有效的机制应对初创型科技企业面临的长期投资风险。数字金融机构自身资源和技术优势尚没有很好地用来支持企业创新。

纵观全球，在企业创新能力较强的国家和地区，稳健经营的金融中介如商业银行、善于发现有价值的创新并管理风险的风险资本以及承接股权投资的股票市场，均高度参与支持了企业创新过程，各自发挥或者联合协作发挥优势，共同承担某一个创新环节的风险。企业从

创新到产业化，均不是某一个机构、某一类市场单独支持，而是金融体系的系统性支持。

## 五、金融如何更好地支持我国企业创新？

与以往时代以及与其他国家和地区不同，我国当前的金融体系支持科技创新具有特殊背景，即我国拥有总规模位于全球前列的国民储蓄率，居民财富管理有巨大的高收益率需求。如何引导社会资本有效推动科技创新？我国需要一个适合国情的新型金融中介体系和金融市场，能够更高效地连接居民财富和创新企业并控制风险，使得社会资本、创新企业和国家经济发展获得“三赢”。

### （一）提升商业银行服务企业创新的能力

商业银行以及整个银行主导型金融体系应该如何改变自身以支持创新？前述理论分析表明有两条根本路径：一是推动银行业内部竞争，以降低所有企业的整体融资成本；二是利用大数据等金融科技，提高商业银行的风险定价和风险控制能力，减少其对初创企业的金融排斥。什么样的行业竞争政策适合我国银行业？按照最经典的“结构-行为-绩效”（Structure-Conduct-Performance）产业结构研究范式，通过外部市场竞争如引入不同类型的商业银行，银行业存在一个合意的市场结构，进而有更高的信贷资源配置效率。衡量行业竞争的核心指标包括：一是代表行业集中度（几家最大的商业银行的资产占行业总资产比重）指数，如赫尔芬达-赫希曼指数；二是银行业市场竞争指数。此外，行业竞争政策还包括银行业内部竞争政策，如通过管理政策、监管政策要求商业银行提高风险管理能力等。无论是引入不同类型的

商业银行进行竞争，还是商业银行主动改变现有风险评估模式，其根本目的是提高风险定价能力，改变传统以抵押为主的融资模式，提高其对企业创新的支持力度，降低整体的信贷成本，总体改善创新企业的融资环境。在风险管理手段不改变的情况下，跨期风险和潜在收益不能被完整识别，现有的市场竞争逻辑会加剧信贷成本之间的差异，轻资产的初创企业因高风险依旧面临高融资成本，而重资产的大型企业仍将获得优惠贷款，现有经营模式下的同质化竞争对创新改善作用有限。

目前，在银行体系仍占主导地位的情况下，银行稳健关乎我国金融体系稳定，银行业暂时不适合涉足股权投资等高风险领域。未来，在我国资本市场高度发达、混业经营和监管的法律、制度健全的前提下，我国商业银行体系可以尝试贷款之外的方式支持企业创新，与资本市场高度融合，适度参与风险投资行业，支持国家战略性投资。

## **（二）完善股票市场发行、并购、投资者保护等制度**

第一，从发行制度改革来看，我国股票市场注册制改革已经取得突破性进展。2018年科创板已实行注册制，2020年创业板存量板块也开始实行注册制。这一举措有利于推动科技创新的产业化率，让创新真正产生经济效益，同时也有利于普通投资者共享创新带来的社会效益。未来要继续扩大注册制适用范围，规范科创板、创业板股权激励制度、股票发行溢价（破发等问题）、股票减持及退市等制度，在持牌机构如券商、会计师事务所、律师事务所规范发展的情况下，最大程度地减少政府干预，降低初创企业上市的难度和交易成本，为风



险投资机构顺利退出提供制度便利，培育风险投资发展的制度土壤。

第二，从企业并购制度来看，反收购是已上市企业维护自身创新权益的重要路径，应该用制度规范收购与反收购情况。

第三，在发行、并购等制度较为完善后，市场自身的运行风险将被更加真实地反映，普通个人投资的风险加大。此时应完善退市制度、分红制度以及《公司法》《破产法》等，加大对外部投资者的保护力度，构建金融支持企业创新的法律基础。

### **（三）构建完善的风险投资行业发展体系**

长期以来，我国证券行业和券商等非银行金融中介的主要业务集中在承销证券等一般性投行业务，在风险投资领域的投行业务严重不足，应大力鼓励并规范发展风险投资机构。在实践中，政府通常会出台多项措施来推动风险投资机构和资本市场的发展。全球较为公认的做法包括：一是政府出台相关政策鼓励支持风险投资行业发展，如降低资本利得税等；二是借鉴德国、瑞典等国家的经验，政府设立风险投资机构，直接投资创新型的中小企业；三是引入国外机构投资者。

风险投资机构有较强的风险甄别和投资能力，能在资产端实现对创新风险的控制和定价，但其吸收高净值客户能力、获取资金的能力有限。在我国监管没有完全到位的情况下，商业银行有充裕的资金及资金增值的需求，风险投资机构与商业银行很容易形成合作关系，但风险投资机构的高风险投资与商业银行负债端客户的低风险承受能力并不匹配，二者如果合作，必须有严格的风险隔离措施。因此，规范我国资产管理市场是大力发展风险投资机构的基本前提。与此同时，

应继续完善风险投资行业长效发展机制。2007年我国修订了《合伙企业法》，为风险投资行业确立了发展的制度基础，应强化法律实施力度。风险投资行业快速发展还需要多种制度和政策支持，如股权激励制度、股权退出制度等。

#### **（四）引导数字金融等新型中介服务创新**

数字金融机构通过其支付服务平台掌握了大量客户的现金流等大数据，能及时处理客户信用、违约风险等非结构化、非标准化的信息，对风险最大程度地精准定价，同时降低自身投资风险，这一点与风险投资机构的高风险识别和控制能力一脉相承，也是其与传统金融机构最大的区别。

中国的创新主体是中小微企业，如何引导数字金融机构更好地服务创新？一是根据数字金融机构不同的投资类型，有意识地区分不同投资领域的相关税收、产业政策，对其投资创新型小微企业，给予直接和间接的政策优惠和支持。二是鼓励支持数字金融机构成立专业的风险投资部门，隔离风险，鼓励其融合大数据优势，探索对初创型科技企业、个人科技创新的新服务模式，如为我国创新领域的企业和个人精准画像等，形成新的风险定价和管理模式。三是完善对数字金融机构的监管体系，通过穿透式监管降低其隐形杠杆，提高其资本充足率以提高抗风险能力。

#### **（五）加大金融开放，在全球范围内为我国科技创新配置资本**

利用国际风险投资资金，在全球为我国科技创新配置资本。由于受到新冠肺炎疫情冲击，国际风险投资机构在亚洲的总交易额有所下

降，但从国际风险投资机构偏好来看，中国目前仍是国际风险资本青睐的投资地之一。从我国创新的资金支持结构来看，企业研发创新利用外资的比例仅为 0.3%。

如何吸引外资更好地支持我国创新？早在 1995 年，我国企业利用外资就有制度保障，当时出台的《设立境外中国产业投资基金管理办法》，鼓励外国风险投资机构投资中国的创新型企业。当前形势下，应继续优化投资环境，提高市场法治水平。同时，还应鼓励各地区在自贸试验区内探讨跨境贷款、跨境股权融资、跨境发行债券、引入国际风险投资机构等多种方式，丰富创新企业的融资渠道。

## 六、结论

新冠肺炎疫情发生之后，风险投资在全球急剧下降，疫情成为最大的投资风险。疫情之下，创新的金融支持更是成为全球性难题。如何完善我国金融体系，提高金融支持创新驱动的效率？通过对金融支持企业创新的基本理论梳理和我国现实情况分析，本文得出的主要研究结论如下：一是推动商业银行竞争，提高风险定价能力，改变传统以抵押为主的融资模式，提高其对企业创新的支持力度；二是完善股票市场与创新相关的上市、并购制度，发展机构投资者；三是推动风险投资行业发展；四是引导数字金融等新型金融中介服务创新；五是通过金融开放，利用全球资本为我国创新服务。企业创新是一个高度复杂的过程，不仅仅涉及金融体系。企业创新从申报发明专利到产业化，需要经历种子基金注入形成初创企业、风险投资注入支持创新、企业上市、风险投资退出等漫长的过程，前期涉及融资，后期涉及上

市等金融问题。除了金融体系，创新成效还受多重因素影响，包括：针对创新企业的减税政策、外部法律制度、产业政策、知识产权保护制度、创新人才激励机制等。因此，金融体系支持企业创新能否最终有成效，还需要其他非金融支持创新政策配套发展。