

财政金融工具支持科技初创企业发展的思考与建议

山东省财金资本管理有限公司 | 卢森

摘要：本文聚焦“先投后股”等创新金融工具，探讨其在支持科技初创企业生存发展、破解早期融资难题方面的作用，同时分析了美国在优先股、可转债、未来股权简单协议的成熟经验，并提出政策建议，以构建更高效的财政资金支持科技创新工具体系。

关键词：财政金融工具；科创企业；国际经验 **中图分类号：**F811

财政资金支持科技创新的核心价值，在于通过战略性、精准化的投入，发挥“四两拨千斤”的乘数效应，引导和撬动社会资本共同服务于国家创新战略。2024年6月，国务院办公厅印发《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》，明确可通过优先股、可转债、认股权等多种方式投资科技创新领域。各类金融工具在促进科技初创企业融资、解决投资机构痛点等方面发挥了积极作用，已成为服务战略性新兴产业及新质生产力的有效直接融资手段。

实践与困境

近年来，我国大力发展政府引导基金、股权直投等权益类金融工

具，以及开展创新金融工具“先投后股”试点。这些举措推动财政资金以股东身份与企业深度绑定，实现共担风险、共享收益，促进财政资金循环使用。然而，由于部分权益类金融工具本身的局限性或处于探索初期未形成成熟规范做法，实践中仍面临一系列问题。

（一）股权投资

通过政府引导基金间接股权投资，或者委托国资机构直接股权投资是国内财政资金进行股权投资的主要模式。这两种模式虽然在政策目标、资金构成、市场化运作水平等方面有很大差别，但都主要采用普通股权投资这一权益类金融工具。在实践中存在以下问题：

对科技初创企业而言，一是估

值分歧较大。由于技术价值难以衡量、商业化前景不明，早期项目（尤其是实验室阶段的“纸面技术”）估值争议极大，常直接导致融资失败。二是融资流程复杂。对于缺乏专业融资团队、创始人多为科研背景的企业来说，常规股权投资特殊条款晦涩、投资程序复杂，导致融资过程繁琐、耗时、费力。

对投资机构而言，一是对赌退出执行障碍。在实践中业绩对赌及股份回购条款执行时，实控人若通过企业借款筹措回购资金，可能涉及资金占用乃至抽逃出资风险；若通过企业分红获取资金，则面临个人所得税及企业所得税双重税负压力，大幅削弱实控人回购能力；若将回购义务转移至标的公司主体，

则涉及定向减资程序,此记录可能成为企业未来IPO审核问询重点,存在潜在合规隐患。二是特殊条款效力存疑。大部分投资机构股权投资时普遍在投资协议中嵌入“类优先股”条款(如清算优先权、反稀释等),但工商登记层面仍登记为普通股,导致条款法律效力存在不确定性风险。

(二)先投后股

“先投后股”是我国近两年积极探索的创新财政金融工具,它是认股权的一种特殊形式。它借鉴了认股权的核心逻辑——即投资时无需考虑企业当前估值(“延迟估值”),仅以资金投入换取未来特定条件下(如企业完成下一轮定价股权融资等重要里程碑)按照事先约定价格转换成股权的权利,但在具体条款上又进行了特殊化设计,以适应财政资金支持早期科技企业的政策目标。自2021年试点启动以来,“先投后股”已在多地开展实践,该模式虽有效缓解了早期科技企业面临的“估值分歧巨大”和“融资流程复杂”两大难题,但在推广过程中仍面临以下现实问题:

一是缺乏成熟规范的制度规定。各地试点操作方案差异较大,转股困难、转股意愿低、转股过程不规范等问题突出。各地政策在转股比例、特殊条款、国资监管、转股后的退出条款等方面的政策差异会给后续社会资本跟进投资造成很大困惑,增加了尽调成本和投资不确定性,削弱社会资本投资的意愿。二是资金性质模糊。“先投”阶

段的资金,在转股前属性是“非股非债”,如果最终未能成功转股,这部分已投入的财政资金是否能够核销或者哪种情况构成债务需要偿还,现有政策缺乏清晰界定。三是法律依据不足。目前主要依靠政策文件推动,法律层级的保障和司法实践的成熟度尚有不足。我国会计准则下的企业将“先投”阶段资金按照何种会计科目进行确认和计量也存在争议。司法实践中,一旦出现纠纷,在权利义务界定上也面临较大不确定性。

国际经验借鉴

为应对早期投资出现的各类问题,美国市场在债权工具和权益工具的基础上,衍生出一系列类似债权或者类似股权的金融工具,比如优先股、可转债、未来股权简单协议等金融工具。根据美国天使资本协会《2024年天使投资人报告》,在准种子轮、种子轮中,普通股股权投资几乎不被采用,而是大量采用上述三种更为灵活的金融工具。

(一)优先股

优先股的“优先”是相对于普通股而言,首先体现在股息分配中享有优先,通常按事先约定的股息率进行分红;其次是公司发生清算时的受偿顺序排在债权之后,优于普通股,但是优先股通常不具有与普通股同级的表决权。优先股本质上是权益工具,通过条款设计(固定股息等)模拟了债权工具的现金流特征,因而被视为一种混合证券。美国风险投资运用优先股时,

通过灵活组合不同要素,形成多种细分类型,以平衡投资人的收益与风险。

在美国联邦法律《1933年证券法》保障下,非上市公司通过注册豁免条款来非公开发行优先股,且无需向美国证券交易委员会注册。优先股可以有效解决投资机构使用普通股股权投资的“对赌退出执行障碍”及“特殊条款效力存疑”问题。我国目前出台的《关于开展优先股试点的指导意见》及《优先股试点管理办法》,仅适用于上市公司、非上市公司公众公司。我国大量的科技初创企业以非上市、非公众公司为主,导致这一成熟工具难以在早期科技初创企业融资中发挥应有作用。

(二)可转债

可转债是一种混合性的融资工具,兼有债券和股票的特征,期限通常为24—36个月,是科技初创企业在以明确估值进行股权融资之前采用的一种融资方式。在企业完成下一轮定价股权融资等重要里程碑时,按照事先约定的折扣转换成为公司股权。

可转债在整个投资期限内经历从“债权”到“股权”的属性转换,债权阶段与普通债相似,规定利率和期限,投资人可以选择持有到期收取本金和利息;进入转换阶段,持有者可按约定条件换为普通股,或继续持有直至债权到期;行使转换权后,原债权人投资和公司的股东拥有同样的权利可参与公司的经营决策和享受公司股利分配。这种形式可以有效解决普通股股权投资“估

值分歧巨大”的难题。另外，如果在转股权前以债权形式退出，可有效规避“对赌退出执行障碍”及“特殊条款效力存疑”的问题。

然而，我国现行制度对私募股权投资投资基金运用可转债形成制约。根据2023年《私募投资基金登记备案办法》规定，私募股权投资基金投资可转债的比例不超过基金规模的20%。这一限制在很大程度上抑制了私募股权投资基金使用该工具支持早期科创企业的积极性。

（三）未来股权简单协议

未来股权简单协议（Simple Agreements for Future Equity, SAFE）是美国初创企业广泛应用的早期融资工具，由美国著名孵化器Y Combinator在2013年推出，旨在满足其“集中筛选、大批量、小金额”的特殊投资策略，提高投资效率。

SAFE是认股权的一种特殊形式，从某种程度上讲是美国版的“先投后股”。投资人首先进行投资，待企业完成下一轮股权融资时按照事先约定的估值上限或折扣价自动转换成股权。这种设计特点是“延迟估值”，投资时不具体约定复杂条款，仅约定转股价格的折扣或上限。这样简化设计使SAFE协议仅需6页，远少于普通股权投资协议，大幅降低了谈判成本和法律费用。SAFE投资款在整个投资期限内经历了两个不同属性的转换，即“非股非债、有偿性”转换成“股权”。投资时，企业无还本付息义务，投资者无权参与公司治理和分红，投资者实质获得的是未来股权的期待权。触发约

定条件后自动转换为股权，投资者成为股东参与公司的经营决策和享受公司股利分配。SAFE有效解决了早期投资的多个痛点：通过“延迟估值”解决“估值分歧巨大”的难题；凭借标准化、极简化，解决了普通股权投资的“融资流程复杂”问题；通过证券法体系，将SAFE明确纳入监管范畴，提供了明确的法律依据和监管框架。

相比之下，我国对SAFE的法律属性尚未明确，会计准则下也对SAFE投资款按照何种会计科目进行确认和计量存在争议，制约了这种融资工具在国内的推广运用。

政策建议

“先投后股”作为财政科技投入领域一次深刻变革的投资新范式，通过巧妙的“延迟估值”设计极大地提升了财政资金的使用效率。而优先股、可转债及SAFE等不同种类的金融工具在助力科技初创企业融资、解决投资机构痛点等多方面具有积极影响。为完善我国财政支持科技创新金融工具体系，提出如下建议：

（一）出台国家层面“先投后股”政策规范，探索设立专业基金。结合地方试点经验基础上，制定全国统一的“先投后股”政策规范，包含工作指引、标准版本协议等制度。对地方政府而言，能够规范财政资金未能成功转股后如何退出、哪些情况可以核销等一系列涉及财政资金使用的关键问题。对企业而言，极大提升融资效率，降低制度性交

易成本，真正惠及广大创业人员。对社会资本而言，能够消除跨区域政策差异，让企业后续接触的社会资本形成稳定预期，增强投资信心。同时，探索设立国家级科技成果转化“先投后股”基金，作为政策实施的示范平台，通过开展市场化、专业化运作树立行业标杆，实现“规范运作”与“规模化运作”，推动我国科技成果转化支持体系从地方分散探索，迈入构建统一、高效、国家统筹的新阶段。

（二）扩大优先股发行范围，放宽私募基金使用可转债限制。在2023年修订公司法明确类别股的背景下，修订相关配套细则，扩大优先股发行主体范围至具有一定科技属性的非上市、非公众公司。同时，适度提高私募股权基金投资可转债的比例上限，简化备案流程，探索设立“股债混合型创投基金”试点，鼓励私募股权基金参与早期企业可转债融资，为企业提供更加灵活的金融支持。

（三）完善法律与监管框架，建立社会资本使用SAFE的基础。针对SAFE在国内应用面临的法律属性模糊、会计处理及监管依据缺失等问题，建议通过司法解释、规章制度等形式，明确在转股前“非股非债”资金性质、转股法律效力等核心问题，为投融资双方提供权威依据。同时，厘清SAFE作为新型金融工具的法律地位、会计处理与监管路径，为其在国内推广实施提供制度保障。□

责任编辑 雷艳