从金融视角看构建中企海外资产“护城河”

田小林

近年来不少中资企业抓住世界经济调整机遇,海外业务取得长足发展,并取得了良好的投资收益。随着全球经济持续低迷和国家“一带一路”战略的推进,中资海外资产投资的规模预计还将稳步增长。同时,大部分中资企业海外资产规模大、投资周期长、经营过程和收益容易受到国际环境及金融市场波动影响。因此,有必要从金融的角度,探索建立相关海外资产运营及安全保护管理体系。

中资企业海外资产特点和盈利模式

中资企业不少从事大型基础设施经营管理业务,在本国的经营受国家财政、信贷、价格、地方政策等多方面支持,也不用考虑结算货币问题。在国外经营,商业利益容易受各方面侵蚀,资产风险容易暴露。特别是近年来一些国家实施遏制中国战略,中国公司海外经营压力增大。中资企业海外资产分布在不同的国家和地区,各国的政治、经济、能源行业监管和金融货币市场差异很大,在高收益的同时普遍具有以下特征:投资规模大、运营周期长、资产流动性弱、财务杠杆高等特点。

中资企业海外资产盈利的主要模式是,以管理优秀的基础资产为支点,以金融市场流动性周期变化为杠杆,以专业化优势的筹资能力为条件,通过设计资产在不同期限、品种、地域的风险分散、转移、缓释和重新计价,保护其海外资产能够在动态的市场环境中规避重要风险,保持良好盈利能力。

从经验看,海外资产赚钱最丰厚的部分多数来源于金融条件的改善,因此准确判断国际金融市场的总体走向至关重要。不少金融危机期间走出去的项目经验显示,随着国际金融市场危机缓解,海外投资资产的回报条件得到较大改善。但是随着联储升息预期,将造成全球资本回流美国,对海外投资及高杠杆企业经营的外围环境形成明显压力。

中资企业面临的货币风险

美元霸权是二战后美国政治、经济、科技、军事、资源等多重优势的载体,在国际货币体系中仍具有的“中心”地位。不少中资企业的海外资产所在国经济体,在国际金融体系中处于相对“外围”的地位。历史上,1995年前后拉美金融危机中巴西、阿根廷受损严重。1998年亚洲金融危机期间,多数亚洲新兴国家损失惨重。2012年的欧债危机中,葡萄牙、西班牙、意大利和希腊是受冲击最大的一组国家。2013年5月,美联储首次宣布将逐步退出量化宽松货币政策,部分新兴市场国家即出现资本逃离,金融市场波动剧烈。今年年中以来,随着发达国家金融市场的动荡,不少新兴市场国家受到冲击,货币贬值、大宗商品和金融资产价格剧烈下调。尽管这些国家有经济体量小、财政脆弱、金融市场过于开放等自身弱点,但是美元周期性的货币政策变化,是构成这些国家受冲击最直接的因素。

中资企业海外投资在很大程度上受美元与项目当地国家货币汇率之间关系,以及人民币与项目当地国家货币汇率之间关系的影响。由于人民币总体采取盯住美元的策略,因此海外资产投资运营需要考虑美元、人民币和结算货币之间的汇率关系及未来走势。

构建中资企业海外资产“护城河”体系

“护城河”、“安全垫”和“能力圈”等是巴菲特的投资精髓,是大型投资资产应对频繁波动的金融市场需要优先考虑的内容。金融是现代经济的核心,任何商业活动都离不开利率和汇率这两个基础金融变量的影响。2008年金融危机之后,美、欧、日、中等各主要经济体纷纷放松货币以刺激本国经济增长,币值和汇率变动很大程度上成为国家之间的货币竞争的直接反映,实力较小的国家在国际资本洪流中如一叶扁舟。对于那些具有高杠杆特征海外资产,客观上需要寻找金融工具予以保护。中资海外资产需要制定包括金融、法律、税收筹划、人员安全等全面风险管理体系,可以增厚其海外资产运营的“安全垫”,构筑保护海外资产在波动不居的市场环境中保值增值的“护城河”。进一步,中资企业海外资产营运发展,需要建立“主业、金融、贸易”三位一体,能够全方位保护其海外资产免受国际金融市场波动冲击的体系。从工业资本、商业资本和金融资本三个维度,构筑扎根当地市场并不断有步步为营扩张能力、风险掌控的营运体系。

有关建议:

(一)贴近对全球主要国家经济金融的跟踪研究

金融资本和产业资本的关系,总体看是对立统一的;在宏观经济活动中金融资本常常居于主导地位。对于那些海外资产和业务占比较高的中资企业,尤其要注意从金融的角度筹划业务发展和风险管理之间的平衡。国际宏观形势变化和资本流动是有规律可循的,目前美元仍居于国际货币体系的中心地位,美元货币政策的变动主要考虑的是美国本土经济和居民的利益。深入研究美国本土经济的现状并预判其趋势,及时预期美元利率变化,便于部署利率、汇率等重大经济数据变化预案,防范其海外资产因国际资本流动造成的金融风险。

(二)有针对性地发挥分支机构优势,发挥协同效应

为了实现海外资产风险控制下的长期发展,需要根据当地资源优势,按照不同类型资本性质,有针对性地调整并对接海外机构优势。比如,纽约是全球金融资本集聚中心,纽约联储、大型金融机构、保险、养老基金、金融资讯等资源汇集。在纽约设立办事处的机构更多应该利用当地金融资源优势,加强与大型金融机构的交流与合作,办事处作用将得到更充分发挥。又比如,印度过去10年GDP一直保持在6%左右,近年新总理执政后,经济政策已经发生了重大变化,开放和增加基础设施投资成为印度经济政策的主线,印度股票指数上涨表明国际资本对印度前景的乐观预期。未来印度将有可能像中国过去10年一样,成为亚洲最大的能源市场。这个市场模仿“综合商社”经营模式,从能源、贸易、金融等其他角度深耕。对于国际化程度较高的中资企业,更要发挥众多海外分支结构和办事处的综合、协同效应。

(三)建立和加强自身专业团队

近年来,不少中资机构积累了一套熟悉中国市场的打法和经验。随着国际业务和海外资产运营业务不断增加,需要更加深入探索投资当地国家及国际金融体系。一是加强国际经济金融人才和项目管理队伍建设,提升自身专业团队能力,学会利用国际金融产品和工具规避市场风险。二是建立项目所在国宏观经济金融数据库,加强与当地顶级经济学家合作,贴身了解项目国的经济、金融趋势和项目运行环境,提前数年进行谋划布局。2009年中信泰富就是由于过度持有澳元敞口,造成155亿港元损失而拖垮企业,其原因主要是对澳元走势过于乐观,采取激进策略,结果判断失误所致。深层原因是对澳大利亚经济体基本状况了解不够透彻。

(四)加强与大型国际金融机构合作

一是建立与国际大型养老基金、并购基金等金融机构在项目投资前期合作,寻找低成本资金,分散投资风险,增厚海外项目的“安全垫”。二是通过与国外(美元、欧元区)大型金融机构共同设计有关合约,将海外投资项目实体风险通过金融合约分散、转移、对冲给金融市场。三是引入国际资本或当地国资本市场机构投资者,将海外项目与相关利益机构“捆绑”,进行资产证券化,增加项目资产流动性,形成海外投资资产进退从容的良好局面。

企业技术创新的影响因素分析

贾冰雁 杨悦

1、企业技术创新的影响因素及作用机理

影响技术创新的因素多且复杂,既包括可以量化的因素也包括不可量化的因素。波特的钻石模型指出,产业的发展是资本资源、人力资源、政府政策与市场竞争综合作用的结果;综合关于产业技术创新的已有研究成果来看,学者们从研发资金与人力的投入、企业规模、企业类型、融资模式、技术溢出效应等方面分别对技术创新的影响做出了验证,基于前人的研究成果,本文拟从产业的内部创新、制度环境、产业规模与技术溢出四个维度入手来研究战略性新兴产业的技术创新影响因素。

产业的内部创新因素包括了研发经费的投入、研发人员的投入和技术消化吸收经费支出。研发经费投入是研发投入的重要组成部分,是企业实现技术创新、形成技术创新能力的基础保障,其对企业的创新作用体现在研发链条的各个环节,只有依靠持续不断的资金支持,企业才能将创新工作顺利开展并实现创新成果的转化。研发人员是突破技术创新的实践者与创造者,技术创新的发展即是研发人员不断研发新成果并将其市场化的过程,研发人员的配置和质量在很大程度上决定着一个企业的技术创新的水平与效率。技术消化吸收是企业借助自身科技存量,对引进的技术进行掌握、应用、实现二次创新的过程,若企业可将引进技术及时消化并实现再创新,则该企业的技术创新能力在短期内会有快速的提升,因此技术消化吸收能力是反映企业自身技术存量的关键标准。

创新系统方法论将制度环境作为影响技术创新的核心因素之一,认为产业的技术创新过程深受制度环境的约束。企业的制度环境可以通过企业的所有制结构和企业融资来源两方面体现。企业的所有制结构不同,激励机制与治理结构就会存在差异,目前的研究一致认为,国有企业的技术创新效率相对于其他体制的企业较低;技术创新所需资金的资金具有长期性、连贯性,产业研发资金的来源包括政府资金、金融机构贷款和企业的自由资金,开拓融资渠道有助于缓解企业技术创新所需的资金压力。

战略性新兴产业具有自身的产业组织形式,因而其技术创新必然企业规模的影响。关于企业规模对技术创新的影响,学术界是存在争议的,熊彼特认为大规模企业有足够的资源和更大的动力去实施创新活动,因此企业获取创新预期收益的能力也随之增强,John Kenneth Galbraith称大企业是“完美”的创新主体,Mansfield的观点刚好相反,认为企业规模过大反而不利于提升创新效率,而具有相对灵活机制的小型企业更有助于技术创新。关于企业规模与中国战略性新兴产业技术创新的关系,需要进行考察验证。

技术溢出的概念最早由Mac Dougal提出,其将技术溢出效应视为外商直接投资的福利效益。本文将技术引进、购买国内技术与外商直接投资产生的技术溢出作为研究的重点。企业通过技术引进、购买国内技术的方式,直接获取创新成果,是最快速的提升自身技术创新能力的方式;外资企业可通过投放研发人员、设立研发部门、竞争国内市场份额从而激励国内技术创新等方式体现其技术溢出效应。

2、实证分析

2.1 变量选择与模型设定

新产品销售收入充分表现出创新活动中各要素相互作用的结果,可以反映出一个产业技术创新的商业化成果,因此选择其作为被解释变量(NPSR);内部创新因素选择R&D经费内部支出(RDF)、R&D活动人员折合全时当量(RDHR)、技术消化吸收经费支出(TDA)来衡量;以产业中国有企业主营业收入占全行业主营业收入的比重来衡量所有制结构变量(SORP);以产业中大型企业从业人员年平均数占全行业的比重来衡量企业规模(LMP);技术溢出效应因素选择购买国内技术经费支出(BDTO)、技术引进经费支出(ETI)、三资企业R&D经费内部支出(FTE)三个指标。

基于前文对技术创新作用机理的理论铺垫与产业技术创新的影响因素分析,本节通过建立面板数据模型来分析各因素对中国战略性新兴产业的技术创新的影响程度。首先在忽略技术溢出效应的前提下,检验研发投入、所有制结构、企业规模三个因素对技术创新的影响作用(模型1),然后再控制其他变量的前提下,单独研究三项不同类型的技术溢出对技术创新的影响作用(模型2),建立的模型如下(见左下图):

其中,i表示第i个战略性新兴产业子产业,t为年份, 表示不同子产业的截距项, 为不同影响因素的弹性系数, 为随机误差项。

2.2 数据说明

由于数据的限制,本章按照战略性新兴产业的细分行业,选择了电子及通信设备制造业、电子计算机及办公设备制造业、医药制造业、医疗设备及仪器仪表制造业、航空航天器制造业五个行业的规模以上企业作为研究对象。所用数据来自《中国统计年鉴(2001-2013)》、《中国工业统计年鉴(2001-2013)》、《中国科技统计年鉴(2001-2013)》和《中国高技术产业统计年鉴(2001-2013)》。为剔除价格因素的影响,对新产品销售收入等指标以2001年为基期做平减处理。所有变量的统计描述如表1所示。

表1 变量的统计描述

指标	单位	样本容量	均值	标准差
新产品销售收入(NPSR)	万元	60	21393631.62	28379687.77
R&D经费内部支出(RDF)	万元	60	50759.80	59311.57
R&D活动人员折合全时当量(RDHR)	人	60	1224865.78	1666443.96
技术消化吸收经费支出(TDA)	万元	60	0.31	0.31
国有企业主营业收入占比(SORP)	%	60	0.41	0.23
大型企业从业人员占比(ES)	%	60	170389.07	256438.91
技术引进经费支出(ETI)	万元	60	24706.93	34444.90
购买国内技术经费支出(BDTO)	万元	60	24316.28	25948.65
三资企业R&D经费内部支出(FTE)	万元	60	488628.26	707616.50

2.3 不考虑技术溢出效应的技术创新因素分析

首先,在不考虑技术溢出效应的情况下,考虑各因素对战略性新兴产业技术创新的影响。使用Eviews6.0软件对模型1进行参数估计。考虑到横截面包含了总体的所有单位,而截面与个体的差异主要体现在截距项的差别,故选择构建变截距模型。通过Hausman检验,检验结果P值为0,说明拒绝原假设,即建立随机效应模型假设不成立,应建立固定效应模型。研发投入变量有两个,分别是R&D经费内部支出与R&D活动人员折合全时当量,考虑到两个变量放在同一个模型中可能存在多重共线性,故将两个指标分别带入模型1(模型分别为模型A和模型B),单独考察其对技术创新的影响,两个模型的回归结果见下表。

表2 战略性新兴产业技术创新影响因素回归结果

	模型A	模型B
RDF	0.786072*** (12.64388)	
RDHR		0.987075*** (6.624599)
SORP	-0.264060** (-2.197792)	-0.341560 (-1.454948)
ES	-0.036449 (-0.391838)	-0.299705* (-1.709600)
R-squared	0.979495	0.948057
Adjusted R-squared	0.976735	0.941064
F-statistic	354.8522	135.5841

注:***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平,括号内数值为对应的t值。因变量均为ln(NPSR)

从模型1拟合效果看,模型A的R-squared值与Adjusted R-squared值分别为0.979、0.976,模型B的?R-squared值与Adjusted R-squared值分别为0.948、0.941,说明模型拟合的效果较好,模型A与模型B的F统计量值均在1%的水平下显著,说明两个模型中自变量对因变量的总体影响均显著。

模型A中R&D经费内部支出(RDF)的弹性系数为0.786,且在1%的水平下显著,说明当R&D经费内部支出每增加1%,技术创新产出就会增长0.786%,同理,模型B中R&D经费内部支出(RDF)的弹性系数为0.987,且在1%的水平下显著,说明当R&D活动人员折合全时当量每增加1%,技术创新产出就会增长0.987%。结果表明,R&D经费支出与R&D人员投入与中国战略性新兴产业的技术创新显著相关,投入越多,创新产出越多,同时可以看出,R&D经费支出的弹性系数小于R&D活动人员折合全时当量的弹性系数,说明经费投入的效率低于人员投入的效率,表明当前中国战略性新兴产业技术创新是靠人力资本的投入实现的,R&D人员积极的创新意愿和潜能在很大程度上影响其产出效率。

模型A和模型B中,国有企业主营业收入占比(SORP)的系数分别为-0.264、-0.342,均为负值,模型B中的系数并不显著,而模型A中的系数在5%的水平下显著,说明国有企业主营业务收入比重与技术创新产出显著负相关,在一定程度上说明了战略性新兴产业中国有制企业比重越大越不利于技术创新能力的提升。虽然国有企业是中国经济发展的中坚力量,不可否认的是其激励机制存在着缺陷,技术人员因创新成果所得的回报与其做出的贡献很难保持一致,这样不利于调动技术人员的创新积极性,因此深化国企改革,完善激励机制,优化股权结构等将会推动国有企业的技术创新。

模型A和模型B中,大型企业从业人数占比(ES)系数分别为-0.036、-0.299,均为负值,模型A中的系数并不显著,而模型B中的系数在10%水平下显著,说明大型企业从业人数比重与技术创新产出显著负相关,在一定程度上说明了战略性新兴产业的大型企业并不利于技术创新能力的提升。虽然学术界对于企业规模对技术创新的影响存在争议,在目前中国战略性新兴产业的发展情况来看,虽然大型企业是战略性新兴产业发展的中流砥柱,但中小企业是重要的技术创新主体,中小企业由于规模相对较小,专业化程度高、组织结构相对简单、机制灵活等,更有利于顺应市场的变化迅速做出创新决策,因此比大企业更具备创新效率。

2.4 技术溢出效应对技术创新的影响分析

前文中提出,中国战略性新兴产业技术创新的技术溢出效应包括技术引进、购买国内技术和外商直接投资三种形式。为了避免得出过于笼统的结论,接下来在设置控制变量的前提下,进一步单独考察技术引进、购买国内技术、外商直接投资的技术溢出对中国战略性新兴产业技术创新的影响。模型2仍以新产品销售收入作为被解释变量,R&D活动人员折合全时当量和技术消化吸收经费支出作为控制变量,将技术引进支出、购买国内技术经费支出、三资企业R&D经费内部支出分别带入模型2进行实证分析,得到模型A、模型B、模型C,模型估计结果见表3。

模型A考察技术引进溢出效应(ETI)对战略性新兴产业技术创新产出的影响,其弹性系数为-0.139,且在5%的水平下显著,说明技术引进溢出效应对中国战略性新兴产业的技术创新具有显著的负向作用。战略性新兴产业是在全球金融危机背景下应运而生的,各国为了应对危机,争先选择发展战略性新兴产业,且选择的产业内容极为相似,因此国际间战略性新兴企业之间存在着激烈竞争并;随着中国科学技术的不断提高,中国战略性新兴产业在一些领域已经取得一定的进步,并在个别领域独占鳌头,将技术创新的成果通过专利授权、转让等方式进行转移并不能为技术引进企业潜在技术创新带来明显作用。在未来发展中,技术引进需要设定高标准门槛,要保证引进技术的前沿性。

模型B考察了购买国内技术溢出效应(BDTO)对战略性新兴产业技术创新产出的影响,其弹性系数为0.075,参数不显著,说明购买国内技术溢出效应对中国战略性新兴产业的技术创新具有微弱的正向作用。中国战略性新兴产业发展初期,企业之间还未形成成熟的协作关系,加上战略性新兴产业与传统产业的融合度较低,因此技术创新的扩散效应相对微弱。在今后的发展中,应当鼓励企业间的交流合作,加大技术人员流动性,将企业间的相互支撑作用发挥到最大。

模型C考察了外商直接投资溢出效应(FTE)对中国战略性新兴产业技术创新产出的影响。实证结果表明,外商直接投资是中国战略性新兴产业技术创新的重要影响因素,其弹性系数为0.179,且在1%的水平下显著。通过对比三种类型的技术溢出效应模型,可以发现,外商直接投资溢出效应对中国战略性新兴产业的技术创新的贡献最大。

表3 三种技术溢出效应对战略性新兴产业技术创新的影响差异

	模型A	模型B	模型C
RDHR	0.989785 *** (12.45554)	0.114615 *** (8.169366)	0.807257 *** (9.473786)
TDA	0.170460** ** (3.511109)	0.047411 ** (2.639389)	0.082464* (1.957885)
ETI	-0.139159 ** (-2.302693)		
BDTO		0.074896 (0.990244)	
FTE			0.179478 *** (4.372308)
R-squared	0.951682	0.947741	0.961068
Adjusted R-squared	0.945178	0.940706	0.955827
F-statistic	146.3157	134.7201	183.3809

注:***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平,括号内数值为对应的t值。因变量均为ln(NPSR)。

从设定的两个控制变量来看,模型A、B、C中研发人员投入(RDHR)和技术消化吸收能力(TDA)均与技术创新产出显著正相关,进一步证明了研发人员的投入、企业对技术的消化吸收能力对于中国战略性新兴产业的技术创新具有积极作用。技术消化吸收能力反映了企业的技术积累,能够带动企业实现二次创新的关键,是企业持续创新的保障。

(贾冰雁工作单位为中国社会科学院研究生院;杨悦工作单位为安邦保险集团股份有限公司)

模型1:

模型2: