

# 加快推进多层次资本市场建设 化解中小企业发展困局

■ 祁斌



▶ 祁斌，中国证券监督管理委员会国际合作部主任

我国经济在经过 30 年的高速增长后，结构性矛盾日益凸显，因此亟需转变发展方式，而实现这一转型的关键在于中小企业的健康发展和科技创新的切实增强。本文完成于 2011 年 12 月，现将原文作适当修改、更新相关数据予以发表，以期正在推进的多层次资本市场建设对化解中小企业和科技型企业发展困局有所启示。

我国经济在经过 30 年的高速增长后，结构性矛盾日益凸显，因此亟须转变发展方式，而实现这一转型的关键在于中小企业的健康发展和科技创新的切实增强。与此同时，我国社会存在着大量的富余资金一直在寻找有效的投资平台，如何使之参与经济的转型和成长，也日渐成为越来越紧迫的任务。发展资本市场，尤其是加快推进多层次资本市场建设，是化解中小企业发展困局等问题、加快建设创新型国家的重要途径。

## 资本市场在发达国家经济转型和战略性新兴产业发现过程中 发挥着根本性作用

从 1979 年改革开放开始，我国经济创造了令世界震惊的连续 30 年年均增长近 10% 的奇迹。但我们必须保持清醒的头脑，我国经济在结构、效率、机制等方面仍然需要进一步完善。例如，

我国依托初级消费拉动和低附加值产业的发展模式已经不可持续，粗放型的发展方式造成了严重的资源浪费和环境污染，有相当一部分产业和公司位列全球产业链的底端。以钢铁产业为例，尽管我国钢产量位居全球之首，但我国每年进口钢材的平均价格远高于出口钢材；我国占全球铁矿石贸易量的60%~70%，但在每一次铁矿石价格谈判中都处于被动地位。每生产一台iPhone，苹果公司的利润可达上百美元，而富士康仅能获取不到7美元的组装加工费。可见我国经济迫切需要加快结构调整和产业升级。

与此同时，2008年发生的全球金融危机及延续至今的国际市场动荡深刻地影响了二战以来逐步形成的全球产业格局。危机后，美国汽车业的三大巨头有两家破产重组，一些高能耗的传统产业难以为继，各国都在加大战略性新兴产业的发展力度。

在某种意义上，我们第一次与发达国家站在了同一条起跑线上。但我们靠什么去竞争？未来的战略性新兴产业是什么？是干细胞、风能发电、云计算，还是物联网？过去30年全球最为重要的四大战略性新兴产业——个人计算机、电信、互联网和生物制药，都是通过资本市场发现和推动成长起来的。也就是说，在很大程度上，未来战略性新兴产业领域，国家和国家之间竞争的关键所在，是哪个国家的资本市场能够健康运行，并有效发挥其发现和推动新兴产业成长的作用。

历史上的经验和教训都值得我们借鉴和吸取。英国和欧洲在工业革命后长期称霸于全球，最核心的竞争力来自其一流的科技研发和发达的资本市



场。美国随后的工业崛起，一直伴随着现代企业、优秀大学和华尔街的繁荣。经过了战后近30年的经济快速发展，上世纪70年代的美国和欧洲同时陷入了“经济滞胀”，但随后，美国以资本市场和高科技的有效结合，带动其在80年代走出低谷，实现了新一轮的30年成长。今天，这一结合机制仍然在发挥作用，美国不断推出以iPad为代表的平板电脑和以脸谱公司为代表的社交网络等新兴科技产业，继续领先于全球。而欧洲经济一直未能走出低增长的困境，近年欧盟发布的《欧盟竞争力研究报告》承认，欧盟的科研和创新能力落后美国28年。多年前，撒切尔夫人曾表示，欧洲高科技产业落后于美国，并不是由于欧洲技术发明的落后，而是由于风险投资和资本市场的落后。

事实上，现代科学之父牛顿和互联网之父贝恩

都是欧洲人。随着近年来全球化浪潮的冲击，缺乏市场化的新兴产业发现机制，使得欧洲在全球经济中的竞争力日渐式微，这也是欧洲主权债务危机愈演愈烈的深层次原因。无独有偶，经历了战后30年高速增长的日本经济在1989年遭遇了一场危机，此后20多年未能走出低谷。2004年日本财政大臣山本有二访华时表示，日本经济的一个重大缺陷就是资本市场相对不发达，使得经济缺乏足够的弹性和转型的推动力。美、欧、日三大经济体的转型成败，说明一个有效的资本市场及市场化的资源配置体系对于经济转型具有决定性的影响。

### 资本市场可以为中小企业和科技创新提供多方面的重要支撑

中小企业，特别是科技创新型企业，具有所处发展阶段早、规模小、实力弱、风险高等特点。但历史经验表明，中小企业也孕育着新的商业模式或新兴产业，会成为引领经济转型的先导力量。

由于中小企业往往处于快速成长阶段，依靠自身积累难以满足其资金需求，外部融资往往成为必由之路。但中小企业高不确定性、轻资产的特点决定其难以获得银行信贷资金支持，而资本市场（包括股票、债券，以及风险投资、私募股权投资基金等）提供了一套融资方和投资方风险共担、利益共享的机制，成为推动中小企业和科技创新型企业成长的重要平台。美国硅谷的成功，正是科技产业和资本市场相结合的典型，显示出强大的制度优势。

首先，资本市场为中小企业和科技创新型企业提供了持续的资金支持。科技创新型企业具有高投入、高风险和高回报的特点，资本市场集合社会资金，通过市场化选择机制，为科技创新型企业在不同发展阶段提供接力棒式的资金支持，使得真正具有竞争力的企业能够最终胜出。其次，资本市场有利于调动企业管理层和员工的积极性。资本市场的制度安排，有助于企业治理结构的完善，特别是可以通过优化企业激励机制，推动企业快速稳健发展，例如，微软的期权计划就使近万名员工获得上百亿美元的财富。最后，资本市场还为中小企业提供了

多方面的社会资源。包括并购平台、投行专业服务、市场信号导向等，使其能够迅速形成并扩大自身竞争优势。例如，在2001年至2007年之间，搜索引擎公司谷歌收购了29家互联网公司，在其2004年上市之后的三年中，从一个市值300亿美元的单一搜索引擎发展成为了市值1600亿美元的广告和媒体巨头，实现了非凡的扩张。

正是资本市场这一系列的制度优势，使得大量与之结合的中小企业和科技创新型企业获得快速成长。1971年，当纳斯达克市场初建时，在这个市场挂牌的大都是名不见经传的小企业和科技创新型企业。24年后的1995年，美国前五大市值的上市公司中，有4家在纳斯达克市场上市。而强大的资本市场的市场化筛选机制，也使得美国得以在全球高新产业更替中始终保持领先地位。社会上曾热议的一个话题是“中国为什么没有乔布斯”。乔布斯无疑是苹果公司科技创新的推动者和领导者，但苹果公司在全球有46600名员工，这些员工的激励机制是股权激励。而苹果1976年诞生，1980年上市，在其并购其他企业和发展壮大的过程中也始终离不开资本市场这个平台。

因此，我们需要建立和完善资本和科技对接的机制，推动更多的中小企业成长，并促进科技园区成长为创新企业的摇篮。2009年，受金融危机影响，硅谷企业上市的数目寥寥无几，而中关村科技园区有23家企业成功上市。我们有理由相信，这些遍布在全国各地的创新型企业与资本市场的结合，将造就中国未来的苹果和乔布斯们。事实上，近年来，资本市场在推动我国中小企业和科技创新型企业的发展中发挥越来越重要的作用，从2008年初到2011年9月，定位于为中小企业服务的深交所上市公司数量从670家增加到1363家，累计融资7000多亿元，高新技术企业在中小板和创业板上市公司中的占比分别高达71%和80%；战略性新兴行业上市公司在创业板上占比达到47.5%。全国股份转让系统自挂牌以来，实现了非凡的增长，目前，挂牌企业已经超过1000家。近年来，我国风险投资和私募股权投资基金行业迅速发展，仅私募股权投资基金管理

的资产规模已接近1万亿元，每年为上千家企业提供1000多亿元的资金，对创新型中小企业的成长提供了大力支持。同时，我国有大量中小企业和科技创新型企业成功地走向海外市场，从早期的新浪、百度到近期的阿里巴巴等，通过国际资本市场获取了国际影响力和知名度，实现了快速增长。

### 发展多层次资本市场 能够化解中小企业和科技型企业发展困局

2010年，我国规模以上中小企业完成利润占规模以上企业利润总额的66.8%，但融资情况不容乐观。第一，银行贷款条件较高，难度较大，要求支付上浮利息和担保费使处于竞争弱势、本就微利的中小企业很难发展。第二，由于科技创新型企业往往不定型不稳定，其风险特征也决定了不适宜由银行提供贷款。第三，借助以信贷为主的民间融资平台的中小企业，将承担更加高昂的成本。第四，在直接融资体系中，中小企业的上市门槛仍然较高，竞争非常激烈，例如，仅中关村科技园区符合创业板上市条件的公司就有1000多家。我国风险投资机构的投资普遍向企业后期集中，美国风险投资机构投资于早期企业的资金比例平均为25%，而我国该比例小于5%，使得我国处于发展早期的创新型企业更是举步维艰。

2011年4月，温州中小企业因遭遇资金链断裂乃至企业倒闭，有多名企业老板因欠下巨额债务而外逃，债务总金额估计有近200亿元。同样是温州，一方面大量中小企业缺乏资金支持；另一方面大量民间资金流向房地产、煤矿、贵金属、绿豆、棉花等市场，甚至成为国际热钱，炒作境外房地产市场。据统计，2010年底，我国实体性民间资本约有12万亿元（数据来自国家工商总局），虚拟性民间资本更是难以估算。社会游资盲目投机，给经济发展带来不稳定因素。“温州现象”凸显了我国经济的一个结构性缺陷，即当一个国家的经济发展到一定阶段，如果金融市场的发展不能跟上，富余的资金不仅不能帮助实体经济的发展，还可能带来严重的

社会问题。

从多层次资本市场的结构来看，美国股票市场中，纽交所所有2311家上市公司，纳斯达克2717家，场外电子柜台交易市场（OTCBB）2386家，粉单市场6199家，灰色市场6万多家，大致呈金字塔状，结构相对稳定合理。相比之下，截至2014年9月底，中国股票市场中主板公司共1589家，中小板712家，创业板397家，大致呈现倒金字塔结构。自2013年以来，“新三板”挂牌数目获得较大增长，一些区域性股权市场也获得长足的进步，但总体上仍远远不能满足我国企业发展的需求。我国中小企业有1000多万家，我国股份制公司有10多万家，仅浙江省年销售收入超过亿元的企业就有1万多家。

因此，我们应该加快资本市场的建设，支持中小企业和科技创新型企业的发展，推动创新型国家的建设。

**一是积极发展场外交易市场。**借鉴成熟市场经验，充分考虑我国特殊国情，研究和探索建立统一监管下的场外交易市场，扩大资本市场为中小企业的服务范围，拓展中小企业融资渠道。

**二是壮大与发展中小板和创业板市场。**根据中小企业的特点不断完善新股发行机制、再融资制度、退市制度和并购机制，推动上市公司做大做强；完善治理机制，增强市场透明度。

**三是规范发展创业投资和私募股权投资基金。**完善相关政策法规和社会信用体系建设，制定规范性指引，保护投资者权益，建立和完善监管体系，推动行业规范发展。

**四是加快推动公司债市场发展。**加快固定收益类产品的发展步伐，为符合条件的中小企业提供债券融资渠道；借鉴高收益债券市场的国际经验，兴利除弊，研究适用处在早期发展阶段的科技创新型企业的债券产品。

**五是稳步推进资本市场的对外开放。**继续利用好境内和境外两个市场、两种资源，完善境外上市流程，增强跨境监管协作，支持符合条件的中小企业和科技型企业在境外上市，利用国际资本市场推动中小企业成长，促进中国经济转型。❶