

战略性新兴产业融资方略探讨

○ 左传长



左传长

国家发改委宏观经济研究院经济研究所所长，兼任清华大学（人文社科学院）中国企业发展研究中心研究员、国际哲学与经济学学会会员、民革中央经济委员会委员、清华校友会投资协会副秘书长等。分别于1988年和1998年毕业于清华大学水利系和中国社科院研究生院投资系，获工学学士和经济学博士学位。出版专著《创业投资与资本市场》、《中国经济：理论变革与政策创新》等。

战略性新兴产业的培育和发展需要发挥政府和市场的双重作用，构建政府和市场协同的PPP（Public-Private Partnerships）融资体系。市场化的融资方式应以股权性融资为主，在发育成长的不同阶段分别对应天使投资、创业投资和私募股权投资等专业化的投资机构。在国际经济环境不确定性增加的情况下，我国资本市场通过加强自身的规范发展，必将为战略性新兴产业的培育提供强大的资金后盾。

战略性新兴产业须采取发挥政府与市场协同作用的PPP模式

我国“十二五”规划期间的重要战略任务是通过培育发展七大战略性新兴产业促进产业结构转型升级，而战略性新兴产业的战略意义意味着新兴产业的发展具有辐射带动作用，对国家产业竞争力的重新塑造具有较强的引领作用，对产业经济发展具有“溢出”（Spill-over）效应或外部性，因此战略性新兴产业的发展需要政府

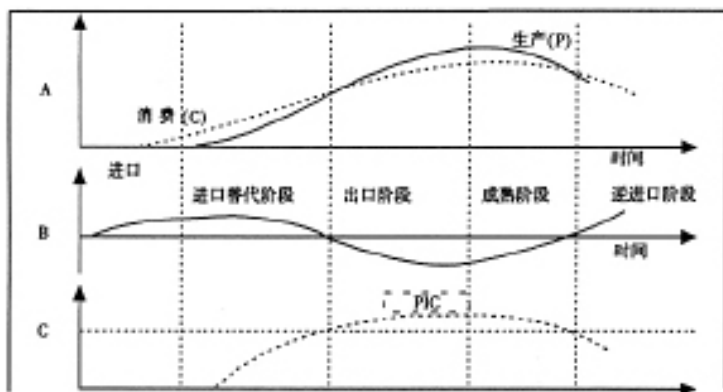
发挥包括融资扶持在内的政策作用。与此同时，战略性新兴产业发育成长过程的动态竞争性和发展前景的不确定性决定了市场化的融资扶持应以股权性融资为主，债权性融资为辅。在股权性融资过程中，应随着产业发展的不同阶段，分别采取天使投资、创业投资（VC）和私募股权投资（PE）等专业化规范运作的融资方式，实现不同投融资方式在战略性新兴产业发展不同阶段的分工与合作。也就是说战略性新兴产业的培育和发展需要发挥政府和市场的双重作用，构建政府和市场协同的PPP（Public-Private Partnerships）融资体系。

战略性新兴产业的培育和发展是推动自主创新、促进产业结构升级、提高产业国际竞争力的必由之路，也是当下“中国制造”提升到“中国创造”进程、避免“中等收入陷阱”的必由之路。国际上德国和日本等国经济崛起的历史经验表明，政府通过产业政策对新兴产业进行培育扶持，是后进国家培育动态比较优势、提升产业竞争力的有效手段，与此相对应，德国经济学家李斯特的“幼稚产业（Infant Industry）保护”理论和日本学者赤松要（Akamatsu）提出的“雁行理论（The Flying-Geese Model）”对产业发展中政府的作用和产业动态变化提供了强有力的理论支撑。

当然，在产业发展过程中政府的作用是多方面的，从产业政策的制订和产业规划的实施，到财政税收方面的支持和融资方面的直接和间接扶持。从产业政策和规划方面看，除了国家在“十二五规划”中明确提出的七大战略性新兴产业外，海洋经济和文化创意产业是国家重点发展具有潜在动态比较优势的产业形态，其培育发展过程具有与战略性新兴产业类似的



德国经济学家李斯特



雁行形态发展的四阶段

演进规律。在一个面向市场经济的公共财政体制框架下，政府采购是对新兴产业进行扶持的重要手段，并对市场具有重要的导向和示范作用。对发展和转型中的中国经济而言，公共财政体系正在逐步建设和完善过程当中，为了对战略性新兴产业以及海洋产业和文化创意产业的发展进行扶持，实行差别化的结构性税收优惠也是必要的政府政策选项。

我们要着力构建维持政府正常运转并提供经常性基本公共服务的经常性公共财政预算体制，同时要逐步改革和完善注重公共财政积累和供给能力建设的公共资本预算体制，将经营性国有资产纳入公共资本体系，对具有自然垄断性质的国有企业进行必要的价格、税收等方面的合理规制，对行政性垄断行业进行必要的市场化改革、促进市场公平竞争和良性健康发展，注重公共财政积累和供给能力建设，也就是说要建立和完善从公共资本预算中不断补充经常性公共预算收入的体制机制，同时增加公共性应急能力建设并为战略性新兴产业的发展提供必要的政策性融资支持。

当前我国对战略性新兴产业的政策性融资方式主要是在沿续过去针对高新技术研发和产业化过程的相关办法的基础上，中央财政设立专项资金，并通过政策引导和示范，鼓励和支持地方政府建立创业投资引导基金等方式，对创业投资公司和创业企业进行直接或间接的股权性融资扶持。产业投资基金一直处于试点阶段，且多以区域性投资为主，针对战略性新兴产业虽逐步有所倾斜，旗帜不够

鲜明。因此，建议各有关政府部门加强协调，从构建国家竞争力的战略高度，积极推进面向战略性新兴产业的专项基金，加大各级财政尤其是中央财政对专项基金的投入，并按照专业化运作模式构建委托-代理关系，并通过市场化手段积极引导市场资金投资入股，放大财政资金的使用效能，构建政府和市场协同发挥作用的PPP模式，既通过财政资金弥补市场缺陷，也要避免财政资金对市场化资金的挤出效应(Crushing-out Effect)。

市场化的创业投资VC和私募股权投资PE等融资方式必须规范运作

在战略性新兴产业培育过程中，市场化的融资方式应以股权性融资为主，在发育成长的不同阶段分别对应天使投资、创业投资和私募股权投资等专业化的投资机构。天使投资主要投资于新兴产业发展的创意早期，当然出于对产业发展前景的战略判断，具有一定的承担投资风险的能力。天使投资本身在我国的发展尚处于初创阶段，从政策上要注意鼓励和引导，对新兴产业从技术研发的源头开始关注并融资扶持。创业投资VC则在创业企业成长阶段对新兴产业进行融资扶持。VC在我国的发展相对规范和稳健，这主要得益于国家陆续出台的一系列规范性文件，和提供税收优惠的鼓励性备案制。而私募股权投资PE则适宜于在新兴产业发展相对成熟阶段的上市前(Pre-IP0)投资或参与并购重组。PE在我国则经历了爆发式的疯狂增长阶段，业务模式也不规范，在稳健的货币政策作用造成市场流动性相对不足的情况下，有的在一定程度上沦为地下金融，甚至变相发放高利贷，为某些地区的资金链断裂埋下隐患，并可能成为引发局部社会不稳定的因素。近期国家也在着手对私募股权投资PE进行备案和规范，使社会资金通过PE规范的市场化、专业化运作转化为推动战略性新兴产业发展的重要推动力量。

专业化分工是市场经济的题中应有之意，在投融资领域对应于战略性新兴产业不同发展阶段的分

工，体现了不同投资者的风险偏好类型和风险防范的能力，专业化的投资机构敢于面对和承担风险，但从内部运作机制来说，都有相对应的投资决策风险防范体系。这也是促进投资良性循环发展，不断促进产业结构动态升级的动力源泉。当前我国的社会资金总量不断扩大，通过培育发展战略性新兴产业推动产业结构升级也需要大量的融资扶持。如何使社会资金通过与高新技术的结合实现向产业资本的转化，专业化的VC或PE是重要的载体和手段。大量的社会资金本来就来源于传统产业，在产业升级过程中要寻找新的出路，对投资者而言也面临知识能力不足的瓶颈约束，需要补充学习投资专业知识并培养机构化专业运作能力。PE的相对泛滥在一定程度上是专业知识和能力相对匮乏的表现。

个别战略性新兴产业在发展过程中出现的“产能过剩”，体现了产业结构升级的困难，应该说是个别环节的低端过剩。战略性新兴产业不但要满足国内需要，还要面向国际市场。我国加入WTO已经十年，欧美发达国家以不承认我国市场经济地位为借口，对我国出口的产品横加限制，而我們所需要的高新技术进口也受到很大程度的限制。在这样的格局下，我们的战略性新兴产业艰难前行，在低端制造领域容易出现所谓的“产能过剩”。产业的升级和并购重组需要PE大显身手。

天使投资本身在我国的发展尚处于初创阶段，从政策上要注意鼓励和引导，对新兴产业从技术研发的源头开始关注并融资扶持。创业投资VC则在创业企业成长阶段对新兴产业进行融资扶持。而私募股权投资PE则适宜于在新兴产业发展相对成熟阶段的上市前（Pre-IPO）投资或参与并购重组。

对应的多层次资本市场必须稳步健康发展

适应我国经济发展转型的需要，我国多层次资本市场不断发展完善，对创业投资VC和私募股权投资PE通过资本市场变现退出、实现投资收益和循环发展创造了良好的外部环境。但由于体制设计缺陷，曾一度出现了有些企业超募和一些创业者变现获利脱身的现象，也对资本市场尤其是新生的创业板市场的发展产生了负面影响。近期监管部门酝酿推出的强制分红和退市制度，相信将会对资本市场的规范发展起到重要的推动作用。

实际上，战略性新兴产业个别关键环节的发展需要的资金量巨大，需要政府和市场通力协作，也需要创业者和投资者具有长期坚持的耐心。急功近利和关键环节资金扶持不到位，很容易引发产业发展进程中断甚至夭折。

在国际经济环境不确定性增加的情况下，我国资本市场通过加强自身的规范发展，必将为战略性新兴产业的培育提供强大的资金后盾，产业升级和发展是一个长期动态调整过程，也需要持续的融资支持，一个有吸引力、规范运作的资本市场是将不断发展壮大的储蓄良性转化为投资的重要场所，为上市公司不断提供再融资服务。强大的资本市场，也是实现产业重组和产业并购的重要场所，促进资源的优化配置，促进产业结构动态优化和不断升级。■

