

# 通过资本市场发现并培育战略性新兴产业

○ 祁斌



金融危机自爆发以来，在短短的一年多时间里已深刻地影响了二战以来逐步形成的国际经济发展的格局和模式，依靠过度和超前消费拉动的石化产业和依靠高碳排放支撑的传统制造业将更加举步维艰，在此基础上构建起来的传统经济发展模式遭遇瓶颈。与此同时，从上个世纪70年代以来兴起的网络、通信、IT和生物医药等领域表现出强于传统制造业的抵御危机的能力；以新能源、新材料、新技术为代表的“绿色经济”也逐渐受到各国重视。但总体而言，“新经济”距离真正取代传统产业成为经济增长发动机还为时尚远，尤其是“绿色经济”能否担当成为世界经济下一个增长极的重任还存在很大变数，世界经济发展模式的转型仍道路漫长。

历史上，每一次大的国际金融经济危机，都会伴随着科技的新突破，引发社会新需求，进而推动产业革命，催生新产业，形成新的经济增长点。危机后，世界各国均在寻求振兴经济的新途径和新引擎，低碳经济和新能源又成为经济结构调整的新热点，但这些产业的市场前景尚不明朗。目前，对于主导世界未来的经济发展格局的

产业进行研判和预测尚无坚实的理论基础和突破性的进展，未来世界各国在经济结构和产业调整方面的竞争和博弈仍然存在着相当大的不确定性，这客观上为发展中国家竞争下一轮产业制高点提供了相对平等的起跑线，也为中国经济结构的升级提供了前所未有的机遇。

当前，我国经济正处于企稳回升的关键时期，加快培育战略性新兴产业，对巩固我国经济回升势头、抢占新的经济科技竞争制高点、加快经济发展方式转变、促进我国经济又好又快发展具有重要意义。

金融是现代经济的核心，在促进战略性新兴产业的发展中具有重要的作用。从某种意义上说，一个经济体的转型或者战略性新兴产业的培育是一个有效的资源配置方式的自然结果，而各国在危机后对于未来新兴产业的竞争结果最终取决于其各自市场经济体系的完善程度，而资本市场是其中的关键环节之一。为此，我们应进一步拓宽战略性新兴产业的融资渠道，完善多元化的投融资体系，进一步大力发展以资本市场为核心的直接融资体系，促进战略性新兴产业发展。

一、战略性新兴产业发展需要以资本市场为核心的直接融资体系的推动

(一) 推动战略性新兴产业的发展需要市场化的筛选机制

新兴产业的形成通常要经历创新科技的研究、实验、商品化、产业化这样一个繁复而昂贵的过程。这一过程要求有新思维、新发现、新突破，充满许多不可控、不确定性因素，因而有高度不可预测性，也需要支付昂贵的社会成本。

以美国产业发展为例，在过去三十年中，美国尤其是硅谷产生了四个比较主要的产业：计算机、通讯、互联网、生物医药。但在上世纪70年代初，人类对于即将来临的高速发展的这四个支柱产业几乎毫无所知。拿计算机产业来说，当时全世界认为未来的世界是大型机为主，然而上世纪80年代以IBM开始制造出PC为标准，彻底摧毁了原来的预想模式。由此可见，预测哪些产业会成为战略性新兴产业是较为困难的。

战略性新兴产业创新发展的本质决定了其必须要充分依靠市场的力量。创新探索工作具有高风险和不可预知性，高度的竞争和淘汰率使对于创新产业的具体行政指导很容易变成社会资源的巨大浪费。因此，在推动新产业的发展过程之中，较之具体的行政指导，更加重要和有效的途径是通过建设和完善有效的与创业和创新相关的各种生产要素市场，让市场去帮助发现、筛选和推动战略性新兴产业的发展。而政府“有形的手”应该将培育更好的市场环境和机制、推动“无形的手”更好地发挥作用作为工作重点，而不是去替代市场选择未来新兴行业，而且，从历史经验来看，这种替代的结果往往是事倍功半。

(二) 资本市场市场化的发现机制，是培育战略性新兴产业的关键

在各种要素市场中，资本市场无疑居于核心地位，可以为我们提供市场化发现和筛选的机制。

首先，新兴产业不确定性高、轻资产的特点决定其难以依靠银行信贷资金支持，而资本市场提供的风险共担、利益共享机制，能够筹集高新技术产业化所需的发展资金，实现科技成果向现实生产力的转化。其次，通过资本市场，可以全面深化科技金融合作，构建科技资源与资本市场良性互动的有效模式，推动建立和完善以企业为核心、以市场为导向、以资本为纽带，产学研相



结合的创新体系，有助于自主创新企业和战略性新兴产业加速发展。第三，资本市场在为创新企业提供所需资金的同时也为其提供各种优化治理结构、激励机制、并购等方面的机制支持，使其迅速形成竞争优势。

(三) 国际上的经验与教训

历史反复证明，科技创新和经济转型往往与一个国家的资本市场息息相关。上个世纪70年代同时陷入经济滞胀的欧美两大经济板块中，美国引领了随后兴起的高科技浪潮和新经济时代，先后推动了计算机、通讯、网络、生物医药等新兴产业的兴起。究其原因，一方面，美国政府在科技基础设施方面的积累达到一定规模；另一方面，是美国形成了以科技产业、风险投资和资本市场联动的一整套新兴产业的发现和筛选机制。

亚洲金融危机后，韩国政府出台了系列扶持中小高科技企业、风险投资发展的政策，科斯达克的设立解决了创新中小企业的融资问题，为韩国以依靠扶植大企业集团的发展、以低附加值制造业为主的经济转型作出了贡献。相反，间接融

美国高科技行业龙头公司依托于资本市场发展壮大情况

| 公司名称   | 所属产业 | 所属行业 | 上市时间(年) | 上市地点 |
|--------|------|------|---------|------|
| 英特尔    | 计算机  | 芯片   | 1971    | 纳斯达克 |
| 微软     | 计算机  | 软件   | 1986    | 纳斯达克 |
| 思科     | 通讯   | 网络设备 | 1990    | 纳斯达克 |
| 朗讯     | 通讯   | 电信设备 | 1996    | 纽约泛欧 |
| Biogen | 生物医药 | 基因技术 | 1991    | 纳斯达克 |
| Biomat | 生物医药 | 生物制药 | 1986    | 纳斯达克 |
| 亚马逊    | 互联网  | 电子商务 | 1997    | 纳斯达克 |
| 谷歌     | 互联网  | 搜索引擎 | 2004    | 纳斯达克 |

资料来源：根据公开资料整理。



祁斌

现任中国证券监督管理委员会  
研究中心主任

资为主的金融体系，总体来说对于推动金融和高科技产业的结合并不成功。其中，德国和日本最为典型，无论是日本的主银行，还是德国的全能银行，都很难发现风险高、面向未来的高科技创新产业，更不用说是为这些产业提供资金。因而，德日两国也始终未能培养出大规模具有自主创新能力的新兴产业，在前沿和尖端领域落后于美国。

## 二、我国投融资体系服务战略性新兴产业存在的主要问题

### （一）战略性新兴产业较难从以间接融资为主的投融资体系中获得资金支持

我国目前的融资体系仍以银行信贷的间接融资为主，直接融资比例过低。但对于战略性新兴产业，一方面由于这类企业经营时间短、经营风险高、业绩不稳定等原因，大都无法获得银行信用卡支持；另一方面，由于主要依赖研发人员推动新技术、新产业的发展来获取利润，相对于传统的制造业企业，其用于生产经营的有形资产规模相对较少、金额相对较低，流动资产总体占比较高，可用于抵押、质押方式贷款的资产较少，无法满足各类金融机构、融资担保机构对于融资安全性的基本要求，从而无法获得银行等金融机构抵押、质押贷款。据统计，中关村科技园区大型企业的平均资产负债率约为50%，而中型企业的平均资产负债率只有40%，小型企业更低，只约为30%。因而，目前来看，以间接融资为主的投融资体系尚难对战略性新兴产业的发展提供有效支持。

### （二）多层次资本市场体系有待进一步完善

2009年，我国创业板的推出标志着我国多层次资本市场体系向前迈进了关键的一步，但同时也使场外交易市场滞后的问题更加凸显。

场外交易市场的存在是资本市场发展的内在需要。交易所市场通常具有较高的门槛，因而在交易所上市的通常是规模较大、经营状况较好的公司。众多不满足交易所上市条件的中小公司以及从交易所退市的公司的股票流通需要相应的市场，同时，如果场外市场与交易所市场之间有顺畅的转板制度，在场外交易市场挂牌交易的公司待其逐渐成长壮大之后还可转到交易所市场挂牌，在一定程度上为交易所市场培育了上市公司的后备资源。例如，美国的公告板市场和粉单市

场涵盖了不在交易所市场和纳斯达克市场上市的众多中小公司，为这些公司的融资和股票流通提供了平台，从而支持其发展，不少挂牌公司发展壮大后还转到了纳斯达克市场挂牌交易，对美国创新经济的发展具有重要作用。

目前，我国尚未建立统一监管下的场外交易市场，在一定程度上承担场外交易市场功能的代办股份转让系统中交易的公司数量有限、投资者开户数少、交易不活跃，未能为大量高成长、创新型企业提供灵活有效的初级的资本市场服务；新兴企业也无法通过该系统的发现机制，筛选出一大批代表未来产业发展方向、具有较强市场竞争力的企业；另外，由于缺乏对应的转板机制，无法为主板、创业板提供源源不断的优质公司资源，促进中小企业整体的产业升级。场外交易市场发展相对滞后，在一定程度上制约了多层次资本市场支持不同类型、不同阶段的创新型企业发展壮大功能的发挥。

此外，我国公司债券和其他固定收益类产品市场发展相对滞后，尤其是交易所固定收益市场发展相对滞后，不能满足新兴产业通过发债形式获得融资。

### （三）创业投资（或风险投资）及股权投资基金对战略性新兴产业的支持力度不足

首先，近几年我国创业投资及股权投资基金发展迅速，主要包括产业投资基金、信托投资业务、具有私募性质的资产管理业务、大批市场自发产生的股权投资机构，市场投资机构数量众多、种类繁多，尚未建立针对这些机构的监管体系，且各部门、各地政府对股权投资基金的扶持政策不一，存在监管套利，长此以往，不利于行业的健康发展。

其次，我国大量创业投资和股权投资机构的资金介入主要以处于相对成熟产业中小企业的中后期为主，对于高科技企业发展的种子期和创建期的支持力度不足，甚至出现有将创业投资蜕化成短线投机和炒作的工具的现象，这种投资行为无助于创新型企业发展壮大。

第三，海外创投基金资金主要来源于养老金、捐赠基金、保险公司、商业银行和公司投资者等机构投资者，个人所占比例一般不超过10%。而目前我国创投资金的机构投资队伍尚未形成，民间个人资本充斥市场，投资门槛基本不存在，各种形式的集资大量存在，投资者风险意识和风险承



受能力较差，不利于对战略新兴产业的发展。

第四，我国创业投资及股权投资行业缺乏合格的管理人才。我国创投和股权投资行业发展历史较短，行业人才储备不足，特别是2004年后大批资金进入该行业，合格的管理人才极度缺乏。目前，市场上的创投基金股权投资基金管理水平参差不齐，除满足企业资金需求外，难以帮助企业改善经营管理，提供价值增值服务。

### 三、政策建议

针对战略性新兴产业的特点，我们建议鼓励金融创新，完善投融资体制，优化金融生态环境，发挥金融市场在资源配置中的重要作用；大力发展资本市场，显著提升直接融资比重，充分发挥资本市场在推动战略性新兴产业发展中的关键性作用。

#### （一）不断完善多层次资本市场体系

一是推动形成以创业板市场为核心的创新机制。加大对战略性新兴产业的支持力度，积极推动符合条件的企业通过上市进行融资；根据战略性新兴产业的企业特点不断完善创业板市场的新股发行机制、再融资制度和退市制度；完善并购机制，推动上市公司在创业板通过并购重组做大做强。

二是推动场外交易市场的发展。完善代办系统的各项制度，扩大科技园区在代办系统的试点范围，为众多科技园区的创新型企业提供融资和股权交易支持；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，扩大资本市场服务范围。

#### （二）大力推动创业投资的发展

一是完善创业投资发展的各项制度，加强软环境建设。完善相关政策法规，出台配套措施落实合伙企业法，解决证券登记开户、基金资产第三方托管等难题；加快和完善社会信用体系建设，制定创业投资章程、合约等文件规范性指引，保护投资者权益；加大对创业投资专业人才的培养力度，吸引在成熟市场具有实践操作经验的专业人才回国从事创业投资事业。

二是优化投资者结构，培育成熟的投资者。推动保险公司、社保基金、企业年金等长期机构投资者加大投资创业投资及股权投资基金的力度，增加创业投资基金长期资金来源；建立合格投资人制度，引导和规范具有风险承受能力和识



别判断能力的富裕个人和机构进入创业投资和股权投资市场；鼓励政府通过引导基金的形式参与创业投资市场，并建立相应的筛选和激励约束机制，充分发挥管理人的主动性和专业性。

三是完善监管体系，推动行业规范发展。创业投资基金本质上属于金融机构，从国内其他金融机构的发展历程和现状上看，对其进行宽严适度、既能有效防范风险又能推动行业稳步发展的监管是十分有必要的。此次金融危机之后，欧美发达国家也改变了过去以自律为主、监管十分宽松的状况，已将包括创业投资和股权投资基金在内的私募基金纳入金融监管体系。因此，应尽快完善创业投资及股权投资基金的监管体系，同时，在监管理念、监管内容上要与传统公募基金的监管相区别，在规范行业发展的同时，充分发挥行业的创造力和活力。

#### （三）积极发展公司债市场

建立集中统一监管的公司债市场，推动固定收益类产品创新发展，为符合条件的战略性新兴产业企业提供多元化融资渠道。

#### （四）加大商业银行和中小金融服务机构对新兴产业的支持力度

鼓励商业银行加强对战略性新兴产业的支持力度；鼓励有条件的商业银行设立专门服务于战略性新兴产业的部门或机构，支持其在控制风险的基础上，将一定比例的信贷资金用于支持新兴产业，支持发展适合创新型企业特点的信贷产品；积极发展中小金融服务机构，引导担保机构、小额贷款公司专业化发展；鼓励金融机构创新服务方式和手段。