

文 王秀丽

制造业是立国之本、强国之基，决定着一个国家的综合实力和国际竞争力。党的二十大报告指出，“推动制造业高端化、智能化、绿色化发展”，“推进新型工业化”，“加快建设制造强国”。实现这些目标需要制造业创新发展，而制造业创新发展对资本市场生态产生新的需求。

中国制造业进入创新发展新阶段

中国制造业进入由大到强的发展阶段，面对新一轮科技革命和产业变革机遇与大国博弈日趋激烈的外部环境，需要加快创新发展。

工业化进入新阶段，制造强国需要产业升级。随着刘易斯拐点的到来，我国劳动力由过剩转向短缺，劳动力成本不断上升，劳动力密集型行业逐渐向越南、印度等劳动力成本更低的国家转移；同时经过70年的发展，中国资本存量达到一定的规模，资本由短缺转向过剩，资本回报率不断降低，资本密集型产业发展动力减弱；中国制造业需要提高科技创新水平，通过提升全要素生产率获得发展新动力。国际经验表明，科技创新是国家发展的动力源泉，英国、德国、日本和美国通过把握科技革命的机遇促成产业升级，成为高收入国家；而巴西等发展中国家没能持续提升科技创新水平，不能实现产业升级，无法获得进一步发展的动力，陷入中等收入陷阱。

新技术加速涌现，制造业升级迎来新机遇。随着大数据、云计算、5G等新一代信息技术，光伏、氢能等为代表的新能源技术以及生物医药技术等颠覆性技术的突破，新产品、新业态、新模式、新产业不断涌现，企业的市场地位、全球产业分工格局正发生深刻调整，也为后发国家带来赶超发展新机遇。中国制造业需要把握新一轮技术革命机遇，通过核心技术研发、科技成果转化、商业模式探索等创新活动，获得增长新动力，实现产业升级。

国际环境变化，制造业升级面临新挑战。自加入WTO以来，中国积极参与国际产业分工，发展出门类齐全的制造业体系，但在高端制造业领域一直存在短板，基础零部件和元器件、基础材料、基础工艺与装备、工业基础软件和产业技术基础等五基领域对发达国家存在较强的依赖。随着大国博弈不断升级，中国通过贸易和技术转让等渠道获得高技术生产资料的难度加大。突破卡脖子技术，保障产业链安全，制造业需要从引进消化吸收创新向自主和原始创新转变。

制造业创新发展对资本市场生态产生新需求

技术研发、科技成果转化和商业模式探索等创新活动重要性凸显，对资本市场生态提出新需求。这里的资本市场生态是指满足企业融资需求的机构、发行和交易平台

以及服务于金融机构、资本发行和交易的第三方服务机构等资本市场主体构成的专业分工、相互影响、相互依赖的有机系统。制造业的创新发展对资本市场生态的需求出现以下几方面变化：

越来越依赖无形资产融资。新一轮科技革命催生轻资产运营模式。一方面企业的投资对象从厂房、设备向研发转移，由研发投入增多引致的专利等无形资产增多；另一方面生产资料的共享化，产生轻资产运营模式。比如随着云计算的应用和推广，企业可按需购买算力，不需要自建数据中心，有形资产投资逐渐减少。这意味着过去依赖设备、厂房等重资产抵押贷款的融资模式需要向以专利为代表的无形资产抵押模式转变。

越来越依赖股权融资。为抢占新一轮科技革命的先机，众多大企业纷纷转向新技术的投资和研发，而新技术从不成熟到成熟，从成熟到应用的周期长、风险高，以信贷和债券等为代表的固定期限债务融资模式不适合周期长、风险高的创新活动。创新型企业的资金需求从依赖债务融资向股权融资转变。

越来越依赖风险投资。新技术的涌现和政策的支持激发了创业活动的活力。新的企业不断产生、成长、成熟；同时也有大量的创业企业在成长过程被市场淘汰。以交易所为代表的大众股权融资模式适合已经规模化和产业化的企业，不适合初创期尚未盈利的创业企业。风险投资以期限的灵活性、规模的适配性能为创业企业提供从种子资本、导入资本、发展资本和并购资本等成长各阶段所需要的资本类型，是制造业创新发展的有力支撑。

越来越依赖第三方服务机构。无形资产融资引致无形资产定价与交易的需求，资产评估与定价市场、产权交易市场日益繁荣；股权融资的活跃催生对第三方财务、法律等业务的需求，会计师事务所、律师事务所迎来发展机遇；支撑风险投资的私募股权基金的兴起又将壮大管理咨询机构的规模。制造业创新发展必将越来越依赖于第三方服务机构提供的专业化服务。

当前资本市场生态不能有效适应制造业创新发展

良好的资本市场生态能提供适合各种类型和各个发展阶段产业发展的融资需求。经过40多年的发展，中国资本市场生态不断完善，建成了多层次资本市场，培育出各类服务于资本市场的第三方服务机构，但是当前资本生态还存在一些问题，不能有效适应制造业创新发展的融资需求。

风险投资募投管退循环出现新障碍。风险投资是追求高收益的高风险金融资本，需要在一轮又一轮的循环投资中获取资本的增值，因此退出渠道是风险资本发育的重要保障。风险投资退出方式主要有协议转让、企业回购和上市退出等三种，其中上

市退出的投资回报率最高，而上市又分为境内上市和境外上市。一般而言，美国纳斯达克上市会吸引全球资金，估值更高，投资回报率更高。新浪、网易以及腾讯、阿里等中国科技企业都曾借助于国际风险资本实现做大做强，并在纳斯达克等国际资本市场上市，逐渐成长为有世界影响力的科技巨头。伴随着大国博弈不断升级，中国企业境外上市难度加大，中国制造业创新发展面临风险投资不足和境外上市难度提升的挑战。

本土风险投资市场发育不充分。风险投资的结构有待优化，种子基金和并购基金数量不足。根据投资于企业发展阶段的差异，风险投资分为创业投资、发展资本、并购基金等。《私募股权投资基金行业发展报告》指出，国际成熟市场的投资阶段特征是“两头大、中间小”，而中国风险投资的投资阶段是“中间大、两头小”，支持创业阶段和并购重组阶段的资金不足。

服务于资本市场的第三方机构发育不良。中国尚未培育出国际知名的资产评估机构、信用评级机构和会计师事务所，还缺乏服务全球的国际知名律师事务所和全球管理咨询公司，支撑中国资本市场提升要素配置效率的本土第三方服务机构支撑能力有待提高。

构建适应制造业创新发展的资本生态

构建良好的资本生态需要加强资本市场建设，完善风险投资监管体制，培育第三方服务机构以及拓展海外上市渠道。

促进资本市场健康发展，优化风险投资退出渠道。一是完善资本市场制度，保障全面注册制平稳度过过渡期，强化IPO在审企业和已经上市企业的信息披露，强化信息披露的正确性、完整性和及时性。规范退市制度，加强退市服务，保障投资人权益。二是扩大资本市场开放力度。进一步完善合格境外机构投资者制度，合理化准入门槛，进一步扩大规模；鼓励国内风险投资机构开展国际创业市场业务，积累国际市场风险投资经验，助力壮大国内风险投资市场。

健全风险投资监管体制，促进风险投资市场发育。一是完善风险投资监管体制。成立旨在规范行业纪律、具有独立法人资格的自律性组织，发布行业规范、协调行业行为，促进风险投资良性循环。二是综合运用各类政策推动风险投资市场成长发育。灵活运用政府产业投资基金，拓展风险投资市场资金来源；通过资本利得税减免等税收优惠政策，引导各类风险投资向天使端和并购端拓展；鼓励风险投资参与方建立更为灵活的财务架构和合同框架。

鼓励第三方服务机构做大做强，专业化机构做专做精。拓展应用场景，促进国内第三方服务机构发展壮大。支持第三方服务公司企业拓展海外，培育世界知名的咨询

公司、资产评估机构、律师事务所、会计师事务所等资本生态要素。

开拓海外上市渠道，规避单一市场风险。鼓励企业拓展国际资本市场，支持高科技企业探索纳斯达克市场之外的国际资本市场，比如英国、新加坡以及中国香港等全球性资本市场上市。定期发布国际资本市场动态，强化创业企业和风险投资机构对国际资本市场的认知。

作者系中国社会科学院工业经济研究所助理研究员