



人大重阳

研究动态

第 35 期

2014 年 2 月 21 日

应设立战略新兴产业板

中国人民大学重阳金融研究院“战略产业与证券发展”课题组

作为最知名的互联网企业之一，阿里巴巴欲赴美上市的消息，再次提醒中国资本市场，如何把战略新兴产业留在国内，如何让中国投资者能够共享战略新兴产业的腾飞，是一个重要课题。

本课题主张在沪、深两地证券交易所设立战略新兴产业板，进一步完善多层次资本市场体系、服务战略性新兴产业发展、落实创新驱动发展战略、推进产业升级转型与经济结构战略性调整。种种迹象表明，设立战略新兴产业板适应世界经济发展潮流，反映了我国经济结构战略性调整、产业转型升级、新兴产业崛起的内在之需。目前，设立战略新兴产业板的条件基本成熟，操作上现实可行，风



险可测、可控。现将有关情况报告如下：

一、背景和意义

（一）背景

近年来，全球范围内的新技术、新产业发展迅猛，孕育着新一轮的产业革命，新兴产业正在成为引领与推动未来经济社会发展的重要力量，世界主要国家纷纷调整发展战略，大力培育新兴产业，抢占未来经济科技竞争的制高点。推动战略性新兴产业发展，需要与之适应的金融支持体系，发展新兴产业金融是建立这个体系的重要切入点与着力点。在全球资本市场领域，以纽约证券交易所、伦敦证券交易所为代表的传统证券交易所已经开设新的独立板块支持新兴产业发展。

当前，我国正在积极探索新的经济发展方式，由主要依靠投资拉动发展向创新驱动发展转变。在此过程中，必须站在战略和全局的高度，科学判断未来需求变化和技术发展趋势，大力培育发展战略性新兴产业，加快形成支撑经济社会可持续发展的支柱性和先导性产业，优化升级产业结构，提高发展质量和效益。

2012 年 5 月，国务院发布了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，面向经济社会发展的重大需求，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向。党的“十八大”报告明确指出，强化需求导向，推动战略性新兴产业、先进制造业健康发展，着力增强创新驱动发展新动力，着力构建现代产业发展新体系，更多依靠现代服务业和战略性新兴产业推进经济结构战略性调整。

“十二五”时期是我国战略性新兴产业夯实发展基础、提升核心竞争力的关



键时期,战略性新兴产业发展既面临难得的机遇,也存在严峻挑战。从有利条件看,我国工业化、城镇化快速推进,城乡居民消费结构加速升级,国内市场需求快速增长,为战略性新兴产业发展提供了广阔空间;我国综合国力大幅提升,科技创新能力明显增强,装备制造业、高技术产业和现代服务业迅速成长,为战略性新兴产业发展提供了良好基础;世界多极化、经济全球化不断深入,为战略性新兴产业发展提供了有利的国际环境。

同时,也要看到,我国现有的投融资体系、市场环境、体制机制政策等未能完全适应战略性新兴产业快速发展的要求,特别是资本市场受制于现有的市场体系和发行上市体制,与战略新兴产业的对接还不理想,市场服务能力有待提高。正因如此,腾讯、百度、新浪等大量的新兴技术类企业远赴海外上市,阿里巴巴、京东等大型电商企业也正酝酿海外上市。在过去的十多年时间里,本土资本市场尚未孕育出一家具有世界性声誉、广泛的商业影响力、领先的技术创新能力和商业模式的新兴产业企业,严重削弱了本土资本市场对创新驱动战略的支持力度,导致国内资本市场上市公司产业结构失衡,在一定程度上使本土资本市场面临空心化和边缘化的危险。

(二) 意义

为大力培育发展战略战略性新兴产业,促进经济发展方式转变和经济社会可持续发展,有必要专门设立战略新兴产业板,打造为我国经济转型升级量身定做的多层次资本市场。具体而言,开设战略新兴产业板具有以下两方面重大意义。

第一,发挥资本市场集聚效应,积极落实创新驱动发展战略,有效推动产业转型升级与经济结构战略性调整。

2013 年 9 月 30 日,中共中央政治局在中关村开展以实施创新驱动发展战略



为题的第九次集体学习，习近平总书记发表重要讲话，再次强调了创新驱动的重要性、紧迫性，并就“着力推动科技创新与经济社会发展紧密结合”等“五个着力”做了全面、深入的阐述。

但是，我国资本市场对战略性新兴产业的支持力度仍然严重不足。一方面，已上市的战略性新兴产业企业散落在主板、中小板、创业板三个板块，板块特征不明显，资本市场服务创新驱动发展的战略意义不突出；另一方面，由于资本市场现有的体制机制滞后于实体经济发展的需要，不少战略性新兴产业企业在盈利性、股权结构、组织架构等方面不符合现行的发行上市条件，导致我国多层次资本市场体系还不能完全适应创新驱动发展战略的需求，无法为战略新兴企业提供专业化服务。

因此，设立战略新兴产业板，不仅有利于形成产业聚集和市场聚焦，打造战略性新兴产业企业“旗舰店”，而且能够吸引和动员更多的社会资本源源不断地进入战略性新兴产业领域，推动实施创新驱动发展战略，加快形成支撑经济社会可持续发展的支柱性和先导性产业，推进我国经济结构实现战略性调整。

第二，发挥资本市场引擎作用，进一步完善多层次资本市场体系，更好地服务实体经济发展。

近年来，我国实体经济领域出现“两多两难”的窘境。目前，我国工商登记的中小企业数量超过 1300 万家，有无数战略新兴企业希望获得资本市场支持。同时，我国每年新增居民储蓄超过 4 万亿元，形成巨大的财富管理和投资需求。但我国现有的多层次资本市场体系还远不能满足实体经济尤其是战略性新兴产业的融资需求。



二十多年来，我国沪深证券市场仅为 2300 多家企业提供了上市融资服务，尤其是最近十年间，沪深证券市场新增上市企业不足 1500 家，仅为欧美主要成熟资本市场新增上市企业总数的一半左右，由此可见，无论是同实体经济的实际需求相比，抑或是同境外成熟资本市场的服务能力相比，我国资本市场最基本的融资功能被严重闲置，尤其是无法满足战略新兴企业在发展过程中的多样化融资需求，资本市场服务实体经济的潜在能力与真实水平都被严重低估。

因此，专门设立战略新兴产业板，有助于进一步发挥资本市场的引擎作用，完善层次丰富、结构合理、功能完善、战略意义突出的多层次资本市场体系，充分发挥资本市场优化资源配置作用，有效提升资本市场服务实体经济的能力。

二、可行性分析

（一）实践中有需求

根据工信部的数据，2010 年我国战略性新兴产业增加值约 1.6 万亿元左右，占 GDP 的比重约为 4%。根据规划目标，到 2015 年和 2020 年，我国战略性新兴产业增加值占 GDP 比重将分别达到 8% 和 15% 左右，经济支撑引领作用持续增强。根据估算，要实现上述目标，战略性新兴产业在 2011 至 2015 年间要实现年均 24.1% 的增速，2016 至 2020 年要实现年均 21.3% 的增长速度。

第一，目前多层次资本市场体系不能满足战略性新兴产业融资需求，不利于创新驱动发展战略的有效实施。

战略性新兴产业在高速发展的过程中需要大量资金支持，融资需求迫切。而目前在我国股权融资体系尚不成熟的背景下，战略性新兴产业融资主要依靠债权



和境外资本市场股权融资。根据中国银行间市场交易商协会的数据，截至 2012 年 11 月末，战略性新兴产业企业通过发行债务融资工具累计融资 2.8 万亿元，约占战略新兴产业总值 25%；同期在香港、美国、新加坡、英国等境外交易所上市并以股权融资的相关企业累计约 1100 家，其中，仅互联网公司市值已达 2119 亿美元。但是，境内市场以信用披露为核心的债券融资、境外市场成本较高的股权融资并不适应仍处于成长期的战略性新兴产业高速发展的要求。

首先，战略新兴产业具有较强的创新性，主要依靠技术创新、产品创新和商业模式创新获利。由于技术和产业化的复杂性，这些企业在技术开发、盈利模式和市场开发方面具有较大不确定性，投资风险较大，从而导致融资成本很高。因此，以信用风险为基础的债权融资显然难以作为战略性新兴产业的主要融资来源。

同时，战略性新兴产业普遍存在资金投入大、盈利周期长的特征，但一旦技术突破、市场开发积累到一定程度后会出现爆发式增长。以生物医药行业为例，一个生物医药品种从临床前研究到上市，一般需要 5 至 10 年时间，国外领先的生物医药企业从成立到盈利平均要花 10 年时间。在没有盈利阶段，往往需要大量资金投入，研发投入通常超过销售收入的 20%。因此，战略性新兴产业企业，在创立初期最需要风险投资，随后需要资本市场提早介入，降低其股权融资成本。

第二，战略新兴产业板上市资源丰富，诸多战略性新兴产业公司期盼在 A 股市场上市。

从美国资本市场的上市公司结构变化可以看出，资本市场对一国经济结构战略性调整起到非常重要的作用。20 世纪 90 年代，美国上市公司以制造业为主，如石油、制药、化工、汽车等；到了 2000 年，前 20 名上市公司主要是半导体



英特尔、花旗集团、保险公司 AIG、甲骨文等；目前则主要以新兴产业为主，如 TMT（科技、媒体、通信）、金融等。因此，为积极贯彻落实国家创新驱动发展战略，需要资本市场完善相关制度，更好地服务战略性新兴产业的融资需求，有效促进产业结构转型升级与经济结构战略性调整。

一方面，潜在的上市资源主要包括当前众多拥有创新性商业模式和盈利模式，对我国产业升级和经济转型具有重大战略意义但尚未上市的公司。典型的企业有：阿里巴巴、京东商城、小米公司、爱奇艺、优视科技、中国商用飞机等，其中，尚未在国内外资本市场上市但近一年内有可能上市的互联网公司约有 39 家。再以注册在中关村科技园核心园区（海淀园）的企业为例，国家级高新技术企业超过 5000 家，北京市级高新技术企业超过 5000 家，目前仅上市 160 家（含境外上市企业 40 家），上市企业数不足高新技术企业总数的 2%。

另一方面，在战略性新兴产业中，还有众多已在境外上市的公司期盼尽早回归 A 股市场。境外市场囊括了境内的互联网、新能源、芯片设计、新媒体、通讯、信息、现代服务和生物医药等新兴产业的代表性企业。这些公司商业模式独特创新，既有结合新技术、新模式的现代服务业企业，如连锁酒店“如家”，网上教育培训“弘成教育”，旅游与互联网的结合“携程”，又有“新媒体”范畴的文化传播企业“新浪”等，这些境外上市公司大都有意愿尽早回归 A 股市场的。

（二）法律上无障碍

战略新兴产业板的设立，不存在法律障碍，实践中的实现路径也是清晰的。战略新兴产业板的制度设计，可以通过完善《证券法》配套规章、规范性文件以及交易所业务规则予以实现。



第一,《证券法》未对证券交易板块的设立作出限制。

证券交易板块作为证券交易场所的组成部分,是交易场所组织市场运行的重要设施。目前,我国资本市场仍处于从“新兴加转轨”市场迈向成熟市场的发展阶段,多层次市场体系尚在不断完善过程中。因此,现行《证券法》未对证券交易板块的设立作出限制,采取了比较开放的立法政策。在实践中,可以根据经济社会发展的实际需要,适时推出相应的证券交易板块。此外,“促进社会主义市场经济的发展”是《证券法》的立法目的,而战略新兴产业板的设立,正是中国经济转型升级的实践需要和成果体现。

第二,证券交易板块的设立已有相对成熟的实现路径。

从境内外证券市场的制度实践来看,证券交易板块的设立须经监管机构的注册或审批。美国、德国等成熟市场国家对证券交易系统的监管做法各不相同,但都对证券交易场所设置证券交易系统实行注册制。而在境内证券市场,经国务院批准,中国证监会在 2004 年正式发出批复,同意深圳证券交易所在主板市场内设立中小企业板块,并核准了《深圳证券交易所设立中小企业板块实施方案》。在 2006 年,创业板的推出也采取了类似方式。因此,借鉴境内外证券市场的成熟做法,战略新兴产业板的设立,也可以采用证券交易所制定实施方案报证监会批复实施的实现路径。

第三,《证券法》为差异化的板块设计预留了制度空间。

现行《证券法》以证券公开发行并上市为主线,构建了一套统一适用的发行、上市、交易和信息披露的制度体系。按照《证券法》的相关规定,在满足证券发行、上市的基本要求之上,有足够的制度空间来兼容不同的发行标准和交易板块,



以形成层次清晰、定位明确的差异化制度安排。据此，在现行法律框架下，证监会已经建立健全了主板、中小板、创业板的多层次的发行、上市、再融资、交易和信息披露制度。经认真梳理，战略新兴产业板的核心制度，同样可以在现行《证券法》框架下，通过完善配套规章、规范性文件以及交易所业务规则予以实现。

（三）制度上有保障

当初，众多战略性新兴产业企业选择境外上市的主要原因在于，国内市场股权分置改革尚未完成、市场容量有限、宏观调控和审核理念的不确定性、境内 IPO 周期较长、对新兴产业和新业务模式的定价问题、外资 PE 的退出途径和渠道等。但是，我国资本市场在过去十年间已经发生结构性变化，同时，针对战略性新兴产业的新特征和新模式，进一步完善相关配套制度，可以保障战略新兴产业板平稳有序起步，实现风险可测、可控。

第一，市场基础性制度不断完善，投资者基础发生结构性变化。

一是市场准入和退出制度改革成效明显。近年来，证监会深入推进新股发行体制改革，发行审核开始从盈利能力判断向以信息披露为中心转变，透明度有大幅提高；证监会大幅推进并购重组市场化改革，约 70 % 的并购重组业务已无需监管部门审核。

二是加强信息披露，规范公司治理。监管机构要求上市公司增加非财务信息披露和自愿披露内容，鼓励差异化披露。针对创业板部分行业模式较为特殊的情况，监管机构特别制定《创业板行业信息披露指引》，进一步提高公司财务信息披露的质量，抑制发行人、中介机构粉饰业绩行为，防范利益操纵，为投资者提供更为有效的信息。



三是机构投资者队伍不断壮大。近五年来，我国资本市场机构投资者的主导地位持续增强。以机构投资者持股市值占上市流通股总市值的比重为例，2012 年，按流通市值计算，证券市场的机构投资者持股市值比重 45%，如果剔除一般法人的 17% 持股比重，则专业机构投资人的持股市值比重接近 30%，从这些数据可以看出，我国专业机构投资人的持股比重有了长足的提高。

第二，完善相关配套制度，保障市场平稳运行。

战略性新兴产业区别于传统周期性行业，突出特征体现在：对产业升级和经济转型具有战略意义；创新性强致使相关企业在技术开发、盈利模式和市场开发方面具有较大不确定性，投资风险大；技术门槛高，研发投入大，盈利周期长；相对发达国家，我国战略新兴产业起步晚，亟需国家相关政策支持。针对这些特征并借鉴海外成熟市场经验，成立战略新兴产业板，需要从以下几个方面进一步完善相关制度，进一步保障市场平稳运行。

在发行上市条件方面，淡化盈利审核，主要关注持续经营，在现有的规则框架体系内设计基于“适度规模”、“量身定制”原则的多套发行上市标准。

在交易制度方面，严格投资者适当性管理制度，实施差异化交易机制，在有效控制炒作行为和市场风险同时，兼顾板块活跃度。

在市场监管方面，实施分类监管，对于战略新兴产业板上市公司，执行更为严格的以规范化运作为基础的退市制度，加强针对经营模式、业务模式变化的前瞻性信息披露监管，加强风险揭示，采用比主板更加严格的交易行为实时监管等。

在规范公司治理方面，适当允许公司设置双层股权架构，并配套更有针对性的风险提示要求和公司治理报告书披露要求；允许 VIE 架构（Variable Interest Entity，即可变利益实体，又称协议控制）及红筹公司以一定方式回归境内上市；



放松对公司境内外资金调度的限制。

三、功能定位和主要特点

（一）功能定位

战略新兴产业板市场是为了适应战略性新兴产业发展的要求和我国经济转型升级的需要，弥补现有市场功能上的不足而设立的新市场。因此，从定位上看，战略新兴产业板是为能改变传统经济运行方式，对我国经济持续稳健增长具有重大战略意义的新兴产业企业提供服务的市场。规模适度、已跨越创业阶段的新兴产业企业将构成战略新兴产业板的上市主体。

战略新兴产业板市场不是现有市场的重复建设，而是与现有市场并行发展的、服务不同领域的新市场。资本市场要为战略性新兴产业提供“主动一站式服务”，使大量优质的拟上市公司成功对接本土资本市场，形成主板市场和战略新兴产业板市场差异化发展、互为补充、良性互动的新格局。具体安排可有以下两种选项。

一是将战略新兴产业板作为主板蓝筹股市场的孵化器。该板公司发展壮大后可以进入上证 50 或 180 指数，从而改善蓝筹股市场的行业结构，使蓝筹股市场及时反映我国产业升级转型和经济结构战略性调整的变化。

二是始终保持战略新兴产业板的鲜明特色。当战略性新兴产业企业逐渐演变成传统产业企业时，可将这些企业移入主板；而当主板企业转型为战略性新兴产业企业时，又可将这些企业转入至战略新兴产业板。

（二）主要特点

第一，在拟上市公司产业属性上，限定为战略性新兴产业以及依托其上的其它新业态企业，与主板市场形成差异化发展。



战略性新兴产业的战略首先体现在其先导性和引领性。战略性新兴产业不仅自身发展潜力巨大，而且可以衍生出新的产业，对传统产业升级改造具有重大影响，甚至能对人们的消费方式和生活方式带来改变。例如，阿里巴巴通过搭建多个平台将用户和信息汇集在一起，产生巨大溢出效应，带动了零售业、物流业和网上支付行业，改变了人们的消费方式和生活方式。同时，战略性还体现在它具有国家安全战略意义。互联网涉及门户网站、搜索引擎、即时通讯、增值服务、电子商务等领域的企业，有的对我国与欧美发达国家之间互联网竞争（甚至可能涉及军事领域）至关重要，有的掌握数亿用户和用户行为的信息，这些都涉及到国家安全。

因此，战略新兴产业板将以《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》为依据，初期限定上市公司产业范围，形成市场聚焦，推进产业集聚发展。设立初期，战略新兴产业板重点支持七大战略性新兴产业，尤其支持目前国家重点发展的节能环保行业、新一代信息技术中的集成电路（微电子）行业、生物医药行业以及新能源汽车行业中的电池行业。从发展眼光来看，新兴产业是一个动态概念，在不同的时期有着不同的内涵和外延。随着我国经济市场化改革的日益深入和经济转型的持续推进，将会涌现出许多现有产业规划和市场行业划分所无法覆盖的全新行业，如高精尖军工产业、新型消费产业、新型城镇化支持产业、文化创意产业、健康服务产业等，这些产业的发展壮大对我国经济增长向内需和创新驱动转变同样具有战略意义，也将纳入战略新兴产业板重点服务和支持的产业范围。战略新兴产业板随着战略性新兴产业的不断变化而持续发展，始终代表着我国经济的最前沿和制高点，始终反映着我国经济结构的变化，始终是我国资本市场中最有活力的部分。



第二，在企业发展阶段上，注重处于快速成长、跨越发展阶段的企业，与创业板市场形成错位发展。

在国际上，战略性新兴产业已经历几十年的技术积累。比如生物技术，起步于上世纪八十年代，并在 2000 年之后进入成长阶段，可能要到 2035 年前后进入成熟期。而我国战略性新兴产业尚处于萌芽阶段。与发达国家相比，我国战略性新兴产业有两大软肋：一是核心技术掌握不足，如风电技术正处在消化吸收到自主创新的过渡期，太阳能发电基本上是靠引进技术和设备；二是单个企业的实力弱小，包括技术和规模都是如此，例如我国整个医药产业的研发投入加起来，还不敌美国的辉瑞公司。

因此，根据企业生命周期理论，战略新兴产业板将侧重于已经跨越初创阶段，进入快速成长阶段的新兴产业企业。处于这一阶段的企业，业务规模增长速度较快，上市不仅能够带来企业迫切需要的资金支持，更重要的是为这类企业快速发展所需的科技、人才等创新要素的流动、聚集、重组，搭建一个高效率的市场平台。

第三，在市场创新与包容性上，创新能力更强，市场化程度更高，容纳不同类型的战略新兴企业。

目前，同传统产业类企业相比，很多战略新兴企业在盈利水平、股权结构、组织架构以及资本运作等方面都具有其较为鲜明的特殊性。

一是盈利水平的特殊性。绝大部分战略性新兴产业企业在发展初期都面临资金缺口大、投资周期长、投资与盈利不同步以及长期不盈利等问题。例如，当当网 2010 年在美国上市时的盈利记录只有一年；京东商城已融资超过 22 亿美元，2012 年销售额超过 600 亿元，但尚未实现盈利；再如国家大飞机项目、生物医药产业等战略性新兴产业，都具有上述特征。



二是股权结构的特殊性。战略新兴产业企业的自主创新能力是其长期发展的核心竞争力，实际控制人和关键员工对企业自主创新能力的发挥至关重要。由于实际控制人在企业发展初期资金往往来源于境内外风险投资机构（如百度、腾讯、阿里巴巴等互联网企业）或内部职工（如华为公司），造成股东人数超过 200 人、实际控制人股权比例很低、员工持股预计市值过大从而影响队伍稳定等问题。因此，战略新兴企业往往通过设置享有不同投票权利的双层股权结构（如百度等）或员工持股模糊化（如华为）等方法防止失去公司控制权、队伍大幅变动，从而维护其管理机制稳定，维持其持续创新能力。

三是组织架构的特殊性。凡是业务中需要网络内容服务商（Internet Content Provider, ICP）牌照的境外上市公司，在境内都搭建了 VIE 架构，通过协议控制方式将网络内容服务业务纳入上市公司，如以新浪、搜狐、腾讯为代表的一大批互联网领头羊企业都是以 VIE 架构的形式登陆境外资本市场。

由于战略新兴产业板市场没有历史包袱，因此，可以从一开始就按照国际惯例进行运作，创新的基础条件好，在制度改革和机制完善方面可以充分发挥先行先试的“试验田”作用。如在主体资格方面，该板块应能服务于前述的具有战略意义的红筹企业（可带有 VIE 架构）和尚未盈利企业；在公司治理与运作方面，新兴产业企业机制灵活，具有创新驱动发展的企业文化基因和市场内生力量，应可构建实际控制人、中小股东、高管、员工利益共享、风险共担新型治理机制，实行双层股权结构或类似安排。市场化原则是战略新兴产业板市场的灵魂，将贯穿于市场运作的各个层面和全过程。

中国人民大学重阳金融研究院

电话：010-62516305

官方网站：rdcy-sf.ruc.edu.cn

邮箱：rdcy-info@ruc.edu.cn

新浪微博：[@人大重阳](#)

公众微信号：[rdcy2013](#)