

资本市场赋能新质生产力形成：理论逻辑、现实问题与升级路径

林春,文小鸥

(辽宁大学金融与贸易学院, 辽宁 沈阳 110036)

摘要：资本市场贯彻新定位、合理发挥枢纽功能对于新质生产力的培育与涌现至关重要。创新激励效应、要素配置效应和产业支撑效应的发挥是资本市场赋能新质生产力形成的重要路径。具体而言,资本市场以层次化的直接融资渠道打破诸多科创活动的资金僵局,加快创新资本的集聚;在创新成果转化中,资本市场通过直接与间接途径发挥要素配置功能,引导新型生产要素与新质主体匹配;作为政策落实的重要载体,资本市场以巩固资金链、分散风险等方式为新兴与未来产业提供发展动能。限于发展历史较短,当前我国资本市场还存在着一些问题,集中表现为金融服务功能尚未充分发挥、创新资本形成渠道狭窄;股价信息含量不高且质量欠佳、要素流动与配置受阻;投融资良性循环尚未形成、资本市场结构协调性不佳。这些问题引发创新资本形成、生产要素配置与中长期资金支撑方面的堵点,导致资本市场对新质生产力形成的赋能路径受阻。未来应多措并举,将资本市场打造成服务实体经济、锻造新质生产力的实质性金融支撑。一是稳步优化金融结构,引导多元化融资渠道互补互促;二是加快完善注册制配套监管机制,提升信息披露质量与传递效率;三是持续推进投资端改革,深层次优化投资者结构治理。

关键词：新质生产力;资本市场;创新资本;生产要素配置;新兴与未来产业

中图分类号：F 832.1

文献标识码：A

文章编号：1000-260X(2024)02-0066-10

一、引言

生产力的发展对于社会进步而言是根本动力和最终决定力量,生产力的跃迁与生产要素的革新既根植于时代,又服务于时代。2023年9月,习近平总书记在新时代推动东北全面振兴座谈会上首次提出了“新质生产力”的概念,随后又在中央经济工作会议中强调“要以科技创新推动产业创新,特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能,发展新质生产力”。以科技创新为动力的

生产力提升贯穿了人类发展的历史。新质生产力同样以科技创新为主导,但相对于传统生产力,“新”为起点与核心,“质”为关键与锚点,“力”为落脚点与发力点。新质生产力的“新”与“质”为一体两面,以新促质,以质迎新。正因如此,新质生产力不仅是东北振兴的全新理论基础,更是我国构建新发展格局、实现高质量发展与中国式现代化的重要推手^[1]。

新质生产力内涵极为丰富。综合而言,新质生产力是由技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级而催生的当代先进生产力。它

收稿日期:2024-03-04

基金项目:辽宁省教育厅基本科研项目“数字经济赋能辽宁省城市金融韧性提升研究”(JYTMS20230745)

作者简介:林春,金融学博士,辽宁大学金融与贸易学院副教授、博士生导师,主要从事金融发展理论与政策研究;文小鸥,辽宁大学金融与贸易学院研究助理,主要从事金融发展理论与政策研究。

以劳动者、劳动资料、劳动对象及其优化组合的质变为基本内涵,以全要素生产率提升为核心标志。前沿性且符合高标准的科技创新已然是激发新质生产力的源动力,但诸多新兴理念在从科技领域概念转化为产业领域生产力的过程中,由于长线资金匮乏等原因,在顺利完成新质化前就不得不匆匆退场。自熊彼得的创新理论创立以来,金融资本与科技创新共生共荣的现象不胜枚举,金融支持成为科技创新活动有序进行的重要前提条件。在金融强国的建设思路与战略布局之下,资本市场是金融体系的重要枢纽,其制度与功能相对多样化,与科技创新的风险特征更加匹配^[2],很可能成为培植颠覆性技术并实现产业化的土壤。当前我国资本市场规模基本与经济体量相契合^[3],市场化力量相对充沛,具备以要素引导和资源配置催化战略性新兴产业与未来产业加速发展的条件,其枢纽功能的合理发挥对新质生产力的形成具有重大战略意义。

二、资本市场赋能新质生产力形成的理论逻辑

(一)资本市场作为融资渠道的创新激励效应

新质生产力所需之创新,并非以量取胜的低端创新,而是以数字化与智能化为驱动引擎、以绿色化为发展底色的创新,是能够催生新产业、新模式、新动能的原创性与颠覆性创新,是符合新发展理念与中国式现代化需求的创新。革命性科技创新虽然会推动先进生产力向质态迈进,但其对启动资金与智力支撑的要求远高于其他创新活动,相关主体的融资需求量必然随之攀升,因而部分企业会有选择性地放弃初期现金流出以及涉及风险过大的创新活动^[4]。与此同时,我国以银行为主导的金融体系已出现滞后于科技创新发展与产业现代化转型需求的征兆^[5],无论是科技企业还是普通企业,常规的科研活动尚且会展现出长周期和高风险的特点,在以规模与绩效等硬性指标为重的评估框架下,希望立身于颠覆性创新的后发企业更是难以通过间接融资克服成本障碍^[6]。资本市场作为直接融资的主要平台,具有明显的“金融脱媒”特征,直接联结了资金的供给方与需求方,一方面提升了价值投资

与前景预估在投资决策中的影响力度,另一方面打破了企业的贷款条件桎梏,该优势对重研发、小规模、融资约束紧张的企业体现得尤为明显^[7]。

从资金供给方的视角出发,漫长的“绩效兑现”周期伴随着陡升的不确定性,即便是在惠企创新的政策指引下,商业银行也无法完全摒弃原有的风险管理态度,而资本市场的风险包容性与投资自主性与商业银行贷款的风险排斥性形成了精准互补,借助自身内部的多元化渠道加速推进科技创新资本的形成。我国为科研创新事业开辟专属融资渠道历时已久,早在1999年8月,党中央与国务院就已出台了《关于加强技术创新、发展高科技、实现产业化的决定》,指明要致力于培育有利于高新技术产业的资本市场,并提出于上交所和深交所设立相应企业板块的设想。现如今科创板、创业板与北交所科技创新的板块定位下各有侧重,也互有交集,逐渐形成了层次丰富的科创融资环境,为符合新质生产力要求的优质创新提供了又一护航砝码,在供给侧进一步强化了金融发展所产生的创新激励。

从资金需求方的视角出发,对于尚处于技术研发初期的科创企业,资本市场是高效的直接融资渠道。企业并不需要片面迎合金融机构所提出的贷款条件,而是可以选择聚焦于科技创新本身,满足“质优”之关键,提升自身全要素生产率,通过股票和债券市场直接对接风险容忍度与概念认同度更为匹配的投资,从而获得来自“志同道合者”的资金,弥补资金不足时期自身在高端设备以及研发质量方面的欠缺,开发科技属性更强的生产工具,扶植新质化萌芽。而对于核心技术定位已经趋于明朗但与进入收益阶段尚有距离的企业,资本市场可为其提供基于科技成果资本化的直接融资方式,如知识产权证券化与数据资产证券化等产品既能盘活无形资产,将未来收益即期变现,以新型方式缓解中小型科创企业的融资约束^[8];也能缩短专利兑现红利的时间,降低弱势企业在“最后一公里”被收割成果的风险,在需求端孵化更多的创新意愿。

(二)资本市场作为信息载体的要素配置效应

新的劳动者、新的劳动资料、新的劳动对象等新生产要素以及其间跃升优化的组合方式对新质

生产力的形成起到决定性作用^[9]。资本市场是由信息驱动的市场^[10],在金融结构的影响下,我国资本市场曾经的信息含量不足以支撑其成为主要的资源配置渠道,但经由21世纪以来的多次制度性改革,已经可以通过不同途径聚合信息并对生产要素配置产生影响^[11]。

其一为直接途径,在中国特色社会主义市场经济体制下,以各种形态存在的资本是重要的生产要素。资本市场与生产要素市场间也存在一定程度上的“从属关系”,即资本市场是生产要素市场的重要组成部分,资本市场自身的高质量发展则包含了金融资源与资本要素的配置优化。发展完善的资本市场能够更加真实地反映资本要素价格,向管理者和投资者输出有效信号,市场化运行机制节省了融资者自行整合资本要素所需的时间成本,提升资本在企业与项目间的配置与流动效率,资本要素将自动流入盈利突出的企业和相对高效的项目^{[12][13]},通过资金支撑的方式提高优质企业与项目的存续能力。深交所相关数据显示,在实施注册制的3年间,创业板上市的企业中近90%为高新技术企业,战略性新兴产业的占比超过50%,更多资本要素被导向高科技、高效能、高质量的“三高企业”,对新业态的打造做出重要贡献。

其二为间接途径,资本市场通过资金流动或价格机制对其余生产要素的流动进行引导,即资本市场具备资源配置场所与要素流动载体的功能^[14],可以作为提升生产要素配置效率以及调整生产要素结构的关键枢纽。在信息质量有所保障的前提下,企业对外披露的信息是联结自身与资本市场的重要载体,各个企业在资本市场形成的股价是其经营状况与发展前景的综合体现,也是影响要素配置效率最重要的方式之一^[15]。具体而言,资本市场与其他要素市场相互作用,产生关联性,交互配合以达成要素间组合跃升的目标。股票市值估价反映了时变风险,也折射了企业的未来增长态势与就业创造动力,在高风险时期,股价下跌是企业劳动力要素需求收缩的信号,反之亦然^[16]。此外,资本市场通过降低企业的外部融资成本,为其余战略性发展活动预留更充足的要素配置空间,由资本市场募集而来的资金也将为后续吸引各类要素进一步夯实金融

基础,为企业提供规模扩大和转型升级的机会。

资本市场作为信息载体产生的要素配置效应,短期内体现为对劳动力、技术与数据等要素总量需求的上升,要素在资本引导下配置至具备扩张条件和基础的企业,长期内由于对高质量要素的需求无法通过简单的数量叠加满足,要素结构的调整与要素质量的追求逐步替代要素总量的扩张,高端要素会再次接受市场化机制的配置,进入能够形成并使用新劳动资料的高成长性企业,促使优质生产要素向发展新质生产力方向顺畅流动。

(三) 资本市场作为资源流动平台的产业支撑效应

新质生产力的产生以科技创新为主导,但科学技术并不是构成生产力的独立要素,而是一种“精神生产力”,需要及时与劳动者、劳动资料与劳动对象相结合,将成果应用于具体的产业与产业链才能形成物质生产力^[17],从而切实赋能新兴产业与未来产业的孵化培育,尽快形成支柱型产业,逐步完善中国式现代化产业体系,推动实体经济发展。新兴产业与未来产业在本质上是同一过程的不同阶段,新兴产业是形态明确的未来产业,未来产业则是初具萌芽的新兴产业,换言之,新兴产业是未来产业发展的必然结果,而未来产业是新兴产业形成的必经阶段^[18]。根据《新兴产业标准化领航工程实施方案(2023—2035年)》的界定,新兴产业聚焦于新一代信息技术、新能源等8个行业,分布于网络经济、高端制造、生物经济、绿色低碳和数字创意五大领域,未来产业则聚焦于元宇宙、脑机接口等9个行业。

新兴产业与未来产业“落地生根”并非易事,因为新兴产业可能建立于原有产业的对立面^[19],虽然已拥有产生经济效益的布局,但企业存续与创新迭代仍然耗能较大。而相较于新兴产业,未来产业则必须完成“理论化—成果化—产业化”这一不确定性更强的实践转变。于新兴产业而言,其成长路径有一定的规律可循,资本市场可以凭借自身特点发挥独特优势,针对不同的困境予以相应援助^[20];于未来产业而言,模式成熟度低与技术前沿性强的特点致使风险投资与概念投资的依赖性较强,功能完善且环境活跃的资本市场的重要性更加突出^[21]。资本

市场主要从搭建资金链和分散风险两个方面为新兴产业和未来产业的发展提供动能。首先,资本市场为产业内企业搭建强韧的资金链。与市场主导型产业相比,多数新兴产业的培育起步阶段需要深度嵌入政府干预^[21],以政府资金补全甚至构建资金链,确保技术攻关项目的资金投入^[23],但政府在全周期内主要扮演的角色为市场创造者,通过与市场有机结合,辅助企业通过市场化机制成长^[24],激发企业创造新活力,而非长期担任资金供给者。相对而言,完善的资本市场可以为新兴产业与未来产业的高质量发展提供持续性与韧性更强的资金链,以多元包容的子市场保障产业内企业在不同的成长阶段获得金融资源。如科创板、创业板以及北交所均为战略性新兴产业独立开创了“绿色通道”,在未盈利企业上市的相关文件中展现出明显的行业与领域倾向,这映射出我国资本市场对新兴与未来产业的坚定扶持以及对高潜力科创企业的细致挖掘。以科创板为例,截至2024年3月,科创板共有53家企业在未盈利的情况下完成上市并存续至今,上市于注册制改革全面推行后(2023年2月后)的共有5家,已首次实现扭亏为盈并顺利摘除股票简称中特殊标识“U”的企业共18家,其中50%为2023年新增,且上述全部企业均来自于高端设备制造、生物制药等战略性新兴产业。与此同时,取得关键技术突破性进展的企业即便无法直接在传统资本市场内获取技术迭代与产业化应用的融资,资本市场也可通过诸如私募股权等间接或新兴形式为其夯实资金链强度^[25]。这对于新装备、新基建等同时依赖前沿技术与长期资金的新产业大有裨益。

其次,资本市场具有风险分散功能。风险投资机构是新兴产业与未来产业类企业初期的风险承担者,后由资本市场作为企业成熟后风险投资的退出平台,并将企业后续的经营风险逐步分散至整个资本市场^[26]。公开上市、并购退出、清算退出等多元通畅的风险资本退出渠道是资金供给者重要的投资保障,也是加速吸引社会资本集聚、优化资本循环的重要抓手,同时能够缓解投资回报周期所引致的资金压力,间接提振投资者信心。风险投资方追求短期回报的激励会随退出渠道的完善相应减弱,其支持企业开展高质量创新活动的意愿和信心

则会随之增强^[27],从而提升新质潜力股企业颠覆性与原创性科技创新的成功机率,为探索更广泛的劳动对象种类与形态挖掘新动能。

三、资本市场赋能新质生产力形成的现实问题

(一)资本市场金融服务属性不清,创新资本形成渠道名宽实窄

无论是直接融资还是间接融资,其定位的重心均在于服务经济的高质量发展,“金融服务实体经济”是我国金融部门的建设方向和基础性制度的改革主线,但目前我国资本市场的运作并没有完全采纳“服务者”模式,部分新质企业成长周期与融资周期的错位只是由“显而易见”变为“隐而不发”。

在总量上,近年来我国直接融资占比虽然总体呈上升态势,但据中国人民银行公开数据显示,截至2024年1月,我国直接融资存量与社会融资规模存量之比约为29.4%,这与资本市场相对成熟的发达国家以及经济发展阶段相似的发展中国家均存在差距,且其中股权融资的占比不足3%。在债券市场,即使在资本市场发育时间与实践经验更加充足的国家,由于债券融资对企业的盈利能力和偿债能力有较高的要求,中小型科技企业通过企业债券进行融资依旧是一条举步维艰的道路,相较于短期盈利预期理想的企业,其生存与主营业务开展更加依赖IPO^[28]。而在股票市场,我国融资端改革正呈现高歌猛进之势,注册制下公司质量是绝不可放松的底线,上市程序趋于精简,但上市要求在本质上愈发严苛,且为科技企业特制的扶持性标准与板块也无法置投资者权益与金融生态于不顾。若企业希望以资本市场作为获取金融服务的平台,股权投资收益的周期长度是无法回避的问题。因此,我国资本市场的层次化和多元化格局虽已基本形成,但创新资本的集聚效率却较难达到预期中的提升幅度,资本市场对新质源动力的赋能通道尚处于“可行却不易行”“畅通却不宽阔”的中间状态,促成新质生产力还需渡过再量变阶段。在质量上,对于在各类资金募集说明书中展露出强烈创新研发意愿且已成功从资本市场获取金融服务与金融资源的

企业,其募集资金用途的规范性程度决定了所形成的创新资本是否名副其实。2012 年修订的《上市公司募集资金管理和使用的监管要求》给予募集主体对闲置资金进行现金管理的权利,虽然配备了约束资金滥用的监管要求,且在 2022 年的修订中明确增添了科创板公司须将募集资金用于科创领域的新规,但由于劝诫式的规则说明以及延迟性的处理公示,上市企业擅自更改创新资本用途的动机仍无法被完全压制。根据上交所与深交所披露的监管动态,科创板与创业板于 2023 年 1 月至 2024 年 3 月累计发生 27 起募集资金使用不合规事件,相对高发的问题是金融理财产品购置以及资金存放与变更情况披露,其中仅有 4 起监管处理公示于风险事件出现后的 3 个月内,且监管警示所针对的企业违规行为为多数发生于 2020–2022 年。可以见得,募集资金用途监管具有一定的滞后性,专项账户设立与自行签订的三方监管协议仍属于合规性的自律监管,商业银行只负责常规流水上报和机制触发通知,与自身针对科创专项贷款开展的贷后管理力度完全不同,因此当证监会采取措施时,涉事企业往往已经瓦解了部分创新资本的科技研发用途,无形中使用资本市场的创新驱动动力大打折扣。

(二) 股价信息含量不高且质量欠缺,要素流动与配置受阻

资本市场是生产要素流动的重要渠道,也是践行市场化配置生产要素的关键发力载体,而高质透明的信息披露与灵敏准确的价格信号是其角色履行的前提和机制。股价信息是股票市场最基础的信号之一,也是来源最复杂的数据表征,上市企业的发展经营与投资者决策的塑造干预交织于其后,是资本市场“见微知著”的高效媒介。资本市场的股价信息含量是股价灵敏性的重要影响因素^[29],要素配置的基本运行与效率优化也与此息息相关。

作为新兴资本市场之典型,我国资本市场目前存在行业间个股同涨同跌的现象,即同行业股价同步性较高^[30],而股价同步性是宏观同质信息与微观特质信息间的力量博弈^[31],换言之,我国资本市场的股价变动更多由行业基本面而非企业基本面驱动。较低的个股信息含量导致股价信号的引导性

削弱,生产要素的行业间流动趋于宽泛化,行业内流动则更加缺乏精确的指引,即便在噪音交易程度较低的情况下,资本市场的要素配置功能也可能止步于行业层面,而无法有效下沉至企业层面。如在国家的政策号召与战略扶持下,新兴产业与未来产业的基本面向好,投资者的资金投入拉升了股价,生产要素随之涌入产业内的各行业,却无法准确流向具备优质要素运用与组合能力的高质量创新主体,在投资者的无序试错中,新质产业链的布局脚步被迫放缓甚至错过最佳时机。我国股价信息反映面狭窄的问题根源于资本市场的信息效率不高与信息披露质量不良,市场并未处于完全有效的状态。对于已经成功上市并且以存续于交易市场为目标的企业而言,企业的管理层有动机隐藏负面信息或策略性地披露特质信息^[32],如通过刻意提升财务报告的复杂度并降低其可读性向投资者传递模糊化的利空信息,在维持披露合规的前提下阻滞资本市场股价信号机制的运作,从而继续获取资本要素与其余要素。对于拟 IPO 或拟上市的企业而言,新股定价是其向投资者发出的首个价格信号,也是其市场扎根立足的重要依托。自我国全面推行注册制改革以来,新股定价市场化不断推进,23 倍市盈率的“监管红线”与监管机构的官方背书逐渐退出历史舞台,公开披露的信息成为投资者自行决策的关键依据^[33],同时也是注册制相较于核准制的核心转变点所在。但我国在全面推行注册制初期无法立即扭转投资者的信息劣势,尤其是曾经高度依赖监管部门实质性审核的个人投资者。IPO 过程中机构的过度包装以及行业信息扭曲引发的逆向选择仍然广泛存在于新股市场,且风险信息等以文字描述为主的决定性“软信息”在强规范下依旧较难甄别^[34],新股定价的信息效率尚未达到注册制改革的预期,甚至破发频出,部分科技创新企业虽然在制度环境的吸引下投身于资本市场,但不仅其接受的初次要素配置难以有效市场化,后续的新型要素催生与全要素生产率提升也可能面临中断。

(三) 投融资良性循环尚未形成,资本市场结构协调性不佳

投资端与融资端为资本市场的一体两面。资本

市场虽立足于融资,但资金需求者并不是资本市场唯一的参与者,其良性循环还有赖于资金供给者即投资端的发展质量与功能优化,只有供给与需求的高水平动态平衡才能催生高质量发展。我国融资端在注册制改革的推动下已渐入佳境,而投资端的部分顽疾依旧阻塞着“科技-金融-产业”循环体系。

我国资本市场投资端的主要问题体现于内部结构的协调性不佳。其一在于资金结构的不协调。中长期资金不足而短期资金明显过剩,高风险承受能力资金的缺口依旧较大^[35]。新兴产业与未来产业类企业所进行的科研创新活动难以脱离长期资金和股权投资的支撑,企业需要的是理性成熟的中长期投资力量,而非发于概念又止于概念的短期投资,短期资金构成的风险投资非但无法推进企业的研发进程,甚至会挤占战略性创新的前景规划。如此一来,资本市场即便引入了风险容忍度更高的金融资源,也难以真正用于生长周期较长的新兴产业与未来产业,更无法促成新质生产力的形成。其二在于投资者结构的不协调。截至2023年第三季度,以流通市值为口径,除一般法人持股占比45.70%,个人投资者仍是我国A股市场的重要参与者,其持股占比约为29.53%,境内专业机构投资者力量虽已经过近10年的徘徊增长,但占比仅为20.35%。调动零散资金、集聚并管理社会财富虽是资本市场的功能之一,但不可否认的是,部分个人投资者的金融素养与专业知识不足,易受到群体内其他个体行为的误导^[36],所进行的投资活动并不完全符合“理性人”的假设,因而该投资群体可能无法在脱离专业指导的情况下直接参与股市^[37]。投机目的下的错误预判往往在片面追随资源流动的同时又破坏了市场化资源流动机制,导致资源流向杂乱分散,有望成为新质推动力的企业反而在资源获取的总量和质量上有所下降。相较之下,机构投资者资本与人力储备充足,信息运用能力与系统分析能力更强,不仅长期投资与价值投资倾向明显,也更有能力和动力着眼于企业的长线表现^[38]。然而,我国资本市场虽处于机构化加快的阶段,机构投资者在持股比例上逐渐占据优势,但我国大规模机构化的开启时间较晚,机构投资者在资本市场内稳定运行的基石作用尚未得到充分挖掘,这也间接导致了资金结构

不协调,二者在嵌套中综合体现为以战略性与成长性为瞄准点的长期稳定资金较为匮乏,在赋能新质生产力形成的关键节点上效率欠佳。

四、资本市场赋能新质生产力形成的升级路径

(一)稳步优化金融结构,引导融资渠道互补互促

银行主导型金融结构更加适合追赶型经济体,适用于成熟性技术扩张与渐进性创新,但可能导致资本市场的市场导向性不足,无法从容应对前沿性创新带来的风险与不确定性^[39],而市场主导型金融结构对高风险创新活动接受能力较强,易催生出颠覆式创新^[40],在发源端的确更加契合新质生产力的形成路径。然而合理的金融结构应根据一国实体经济发展需求的变化而不断演化,而不是长期驻足于所谓的“最优解”或标签化定型^[41]。提升直接融资占比与再塑资本市场活跃度是我国金融结构调整的重要方针,尤其是创新定位板块在2023年的“逆流而上”,证明了自身对科技创新能够形成兼具稳定性与韧性的支撑,以资本市场作为实现高水平科技自立自强的金融后盾,并由此培育新质生产力新动能的确是一条可行路径。但科创企业的融资渠道不可能随自身发展反而趋于单一化,成为资本市场参与主体与进行银行信贷之间并不是非此即彼的取舍关系,直接融资与间接融资同为创新资本获取的重要渠道,二者在互补互促中渐进式地优化比例才能实现以金融高效赋能新质生产力的目标。

在互补层面,2024年政府工作报告为资本市场指明了“增强内在稳定性”的改革发展方向。上市公司是资本市场之基,其质量提升是未来资本市场高质量建设的落脚点,再加之注册制已经筑起的高标准,虽然部分板块对暂未达到主板标准但成长性较好的中小企业包容性较强,在规模、业绩以及认可度方面的要求更加宽松,但有资格以上市公司的身份在资本市场开展直接融资活动的企业仍然是各个领域的佼佼者。而对于数量更为庞大的非上市企业,资本市场应利用多样化的交易平台,在内核稳定的前提下,充分拓展中小企业私募债券、非

公开发行科创债等适用于未上市企业的直接融资场景,以提高直接融资比例,弥合新质企业与资本市场服务间的距离。银行可利用自身在服务覆盖面与公众影响力上的优势,推动非上市企业群体与资本市场形成合力,通过科技创新专项贷款精准挖掘更多经历“未上市歧视”的优质高新技术企业,加快推动创新资本流入新质生产力相关领域。

在互促层面,资本市场自身必须践行“两强两严”的监管新理念,确保监管措施及时有力,适当提升自律性监管的强制性与时效性以及问询频率。银行作为协议监管第三方,须加强对资本市场规则的了解,给予募集资金专项账户更多的监管注意力,避免消极履行义务,合规合法采用资金流向追踪技术以提高对违规行为的反应速度,为监管部门调查提供处置证据,发挥银行体系效率对资本市场发展的积极作用,协助保障创新资本用途的正当性,减少资本“集于科创,用于他处”的情况,最小化募集资金在促成新质驱动力过程中的旁支损耗。

(二) 加快完善注册制配套监管机制,提升信息披露质量与信息传递效率

为规范资本市场运行,我国不断推进基础制度建设,股票发行注册制于2019年7月由科创板的成立拉开序幕,并以信息披露质量为核心发力点,对发行人提出了更为严苛且全面的信息披露要求,在经历了近4年的试点经验总结后,我国的注册制架构已经初步形成,并于2023年2月1日正式在全市场推行。市场化的制度安排与行政性限制的减少促使资本市场配置生产要素的效率再焕新生,尤其是对制度环境更为敏感的高端要素,但这无形之中对与之匹配的监管机制产生了更加紧急强烈的需求,自由的资本市场环境究竟会滋生经济乱象还是铸就新质繁荣,就在于“放”与“管”平衡能否达成。

注册制改革取消了监管机关运用权威专业能力为投资者作出判断指导的流程,但制度应兼具激励与约束的双重效应,监管机制的建设应随监管者的本职回归而得以强化,而不是放松甚至缺失。只有在前端、中端、后端三端发力,才能使注册制的改革之路走深走实,达到要素市场化高效配置、创新

性组合跃升的目标。在前端环节,整合上交所、深交所与北交所的注册制度,保持三所总体步调一致,持续完善并更新管理规则与上市标准,避免将核准制下的实质性标准照搬式地转化为信息披露标准。同时保留并激活板块定位,提升板块细则和指标要求与自身特质职能的匹配度,如针对科技板、创业板与北交所的拟上市企业,增加或调整科创属性指标与核心技术纠纷等方面的标准,避免争夺政策红利的“精包装”企业与真正的新质企业在资本市场开展不必要的生产要素竞争,对后者的发展动力造成无谓损耗。在中端环节,信息披露监管仍然是发力锚点,应围绕信息质量以及信息效率展开。监管机构可尝试增加招股说明书与常规财务报告中有相关企业特质信息数量与质量的要求,引导企业依法进行自愿性和个性化的高质量信息披露,以提升股价信息含量^[42],最大程度上缓解定价准确度不高与信息披露缺失导致的战略性朝阳产业吸引力匮乏问题^[43]。在后端环节,监管部门于市场内部拓宽股价信号操纵与要素配置干扰的识别渠道,调动大数据、智能分析等先驱技术推动监管效率大幅跃升,维护市场化淘汰机制的高效运行;于市场外部持续建设资本市场电子化信息披露平台,协助投资者获悉IPO流程进展、公募基金与中介机构的公开信息等重要决策依据,保持其所持资本与其他要素的活性,通过打造高透明度、高时效性的外部信息环境,为股价注入可观察性更强的未来趋势信息^[44],为高成长性的科创企业消除部分由不确定性带来的投资歧视。

(三) 持续推进投资端改革,深层次优化投资者结构治理

中长期资金的入市是资本市场推动高质量企业渡过新质化周期的关键,同时也是各创新主体将关键技术凝结为产业新模式与新业态的资本基础。对于资金结构的失调,可以投资者结构为撬点,稳住“市场之本”,并辅以其他投资端优化措施进行矫正,为新质生产力的形成再添薪火。

在厘清我国资本市场投资者结构的前提下,相较于极端机构化和机械“去散户化”,动态灵活的投资主体结构调节不仅与社会主义市场经济下的资

本市场结合紧密,也与“稳字当头、稳中求进”的中央经济工作会议精神更为契合。从成熟经济体的股票市场发展历程来看,投资者结构的机构化是一条必经之路,但活跃的个人投资者同样是资本市场的活力与流动性所在,且由于策略选择的差异性,个人投资者在特定情况下也可能成为维稳力量^[45]。与此同时,个人投资者的决策能力并非一成不变地停滞在低水平,新颖高效的信息分享机制与充足的投资经验累积均能够驱动个人投资者做出更理性的投资行为^{[46][47]}。因此机构投资者与个人投资者并没有所谓的绝对最优占比,实践中,需要以我国资本市场的构建特点与历史沿革为基础,结合经济发展的最新动态稳步推进机构化,同时改善机构资金的内部结构,引导公募基金行业高质量发展,完善社保基金、养老保险基金等长线资金入市监管制度建设,培养常态化现金分红的商业习惯,以营造良好的价值投资氛围,提升机构投资者进行长期投资的积极性。在此过程中,应避免过度激进地驱逐个人投资者,而是应当维持个人投资者入市渠道通畅,通过规范新闻媒体与社交媒体使用,避免对个人投资者产生诱导性情绪煽动,培育投资者理性稳健的投资态度,拓宽金融视野以缓解投资短视与过度反应。长期稳定的资金来源是我国投资端改革的重要目标,更是革命性技术突破演化为先进生产力的保障。我国股市目前约有2.2亿投资者,其中中小投资者居多,资金结构与投资者结构失调的问题无法在短期内解决,不能急功近利地“抓大放小”,暴力破坏我国资本市场的现有生态。中长期资金的引入不能以损害资本市场的内在稳定性为代价,而是需要以投资者为本,多主体、多方位地有序进行,在循序渐进中匹配战略性企业的成长周期与资本市场的资源供给周期,促使创新链与产业链顺利完成接洽,实现现代化产业体系的搭建,打通“科技-金融-产业”的循环,将新质源动能转化为新质生产力。

五、结 语

我国的经济发展逐渐由要素与投资拉动型转向创新驱动型,新质生产力的孕育与该转换过程相辅相成,而资本市场是以前阶段蓄能推进新阶段发

展的连接桥梁。从以科技创新为主导的源动能生成,到科技实力逐步积累,再到原创性与颠覆性技术实现突破,最终达成生产力量变到生产力质变,即新质生产力形成的过渡^[48],是一个复杂而漫长的新质态与新质效孕育过程。高质量发展的资本市场能够充分地展现全周期提速增质的效果,作为直接融资渠道,通过创新资本供给加速新动能凝聚;作为信息整合载体,通过市场化信号引导新要素流动;作为资源流动平台,领航新产业落地,为战略性新兴产业与未来产业落地生根并有效推动生产力跃升搭建开阔平台。我国资本市场正稳行于由新兴市场转变为中国特色现代资本市场的道路上,虽然受限于发展历史较短与曾经的路径选择偏差,资本市场活力与韧性尚未完全释放,但金融结构的动态优化、层次化框架的成熟运行以及投融双端的持续改革正将“陈旧顽疾”逐一剔除,持续畅通资本市场赋能新质生产力形成的渠道,逐步将资本市场打造成服务实体经济、锻造新质生产力的实质性金融支撑。

参考文献:

- [1] 张辉,唐琦.新质生产力形成的条件、方向及着力点[J].学习与探索,2024,(1):82-91.
- [2] 吴晓求,方明浩,何青,等.资本市场成长的逻辑:金融脱媒与科技进步[J].财贸经济,2023,44(5):5-21.
- [3] Hu G X, Pan J, Wang J. Chinese capital market: An empirical overview[R]. NBER Working Paper, 2018, No. 24346.
- [4] Amore M D, Schneider C, Zaldokas A. Credit supply and corporate innovation [J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(3): 835-855.
- [5] 杨胜刚,戴鹏毅,袁礼,等.资本市场开放与全要素生产率:基于国内金融市场与机制转换的双重逻辑[J].世界经济研究,2022,(12):88-100+132+134.
- [6] 宋泽明,张光宇.人工智能后发企业如何实现颠覆性创新?[J].技术经济,2023,42(12):14-27.
- [7] Didier T, Levine R, Montanes R L, et al. Capital market financing and firm growth[J]. Journal of International Money and Finance, 2021, 118: 102459.
- [8] 马治国,国楠.区块链赋能数据资产证券化及其法律治理[J].深圳大学学报(人文社会科学版),2023,40(3):114-124.
- [9] 余东华,马路萌.新质生产力与新型工业化:理论阐释和

- 互动路径[J].天津社会科学,2023,(6):90-102.
- [10] 毛新述,王斌,林长泉,等.信息发布者与资本市场效率[J].经济研究,2013,48(10):69-81.
- [11] Carpenter J N, Lu F, Whitelaw R F. The real value of China's stock market[J].Journal of Financial Economics, 2021,139(3):679-696.
- [12] Lovallo D, Brown A L, Teece D J, et al. Resource re-allocation capabilities in internal capital markets: The value of overcoming inertia[J].Strategic Management Journal,2020,41(8):1365-1380.
- [13] 戴魁早,刘友金,潘爱民.技术要素市场发展促进了制造业生产率增长吗?[J].统计研究,2023,40(12):119-131.
- [14] 陈艳莹,于千惠,刘经珂.绿色产业政策能与资本市场有效“联动”吗——来自绿色工厂评定的证据[J].中国工业经济,2022,(12):89-107.
- [15] 喻彪,李沁洋,杨刚.资本市场开放与企业劳动投资效率——基于沪深港通的经验证据[J].山西财经大学学报,2022,44(10):58-72.
- [16] Kilic M, Wachter J A. Risk, unemployment, and the stock market:A rare-event-based explanation of labor market volatility[J].The Review of Financial Studies,2018, 31(12):4762-4814.
- [17] 焦方义,张东超.发展战略性新兴产业与未来产业加快形成新质生产力的机理研究[J].湖南科技大学学报(社会科学版),2024,27(1):110-116.
- [18] 王宇.以新促质:战略性新兴产业与未来产业的有效培育[J].人民论坛,2024,(2):32-35.
- [19] Georgallis P, Dowell G, Durand R. Shine on me: Industry coherence and policy support for emerging industries[J].Administrative Science Quarterly,2019,64(3): 503-541.
- [20] 何杰,程进文,韩磊.新兴产业崛起、产业政策与资本市场的关系——基于中国光伏产业发展沉浮的视角[J].证券市场导报,2020,(12):2-7+18.
- [21] 余东华.“十四五”期间我国未来产业的培育与发展研究[J].天津社会科学,2020,(3):12-22.
- [22] Lu C, Rong K, You J, et al. Business ecosystem and stakeholders' role transformation: Evidence from Chinese emerging electric vehicle industry[J].Expert Systems with Applications,2014,41(10):4579-4595.
- [23] 哈梅芳,王小琴,李建平.政府科技支出如何作用于区域创新能力?——区域创新中政府与企业、市场关系的思考[J].技术经济,2023,42(2):11-19.
- [24] Chen L, Naughton B. An institutionalized policy-making mechanism: China's return to techno-industrial policy[J]. Research Policy,2016,45(10):2138-2152.
- [25] 杜传忠,曹艳乔.金融资本与新兴产业发展[J].南开学报(哲学社会科学版),2017,(1):118-132.
- [26] 辜胜阻,曹誉波,庄芹芹.推进企业创新亟需重构创业板制度安排[J].中国软科学,2015,(4):8-17.
- [27] Conti A, Dass N, Di Lorenzo F, et al. Venture capital investment strategies under financing constraints: Evidence from the 2008 financial crisis[J].Research Policy, 2019,48(3):799-812.
- [28] Carpenter R E, Petersen B C. Capital market imperfections,high-tech investment,and new equity financing [J].The Economic Journal,2002,112(477):F54-F72.
- [29] Chen Q, Goldstein I, Jiang W. Price informativeness and investment sensitivity to stock price[J].The Review of Financial Studies,2007,20(3):619-650.
- [30] 金大卫,陈镜宇,夏梦冉.社交媒体投资者行为、行业波动与溢出效应[J].科研管理,2023,44(5):174-183.
- [31] 黄新飞,叶梓南,王升泉.反倾销与中国资本市场信息效率——基于股价同步性的研究[J].经济学(季刊),2023,23 (5):1954-1972.
- [32] 曹纳,田高良.基于信息不对称测度模型的投资者关注与股价崩盘风险[J].财经理论与实践,2023,44(6):51-58.
- [33] 罗进辉,董怀丽,李璐.注册制改革是否强化了保荐人专业能力的作用?——基于首次公开发行股票审核进程视角的考察[J].管理世界,2023,39(7):140-166.
- [34] 何熙琼,顾湘,刘昊.注册制背景下风险信息披露对新股破发的影响研究[J].南开管理评论,2023,26(3):86-100.
- [35] 杨成长,龚芳,袁宇泽.资本市场投资端改革研究[J].证券市场导报,2022,(1):2-11.
- [36] Kumar A, Lee C M C.Retail investor sentiment and return comovements[J].The Journal of Finance,2006,61(5):2451-2486.
- [37] 王紫心.个人投资者交易比例提升:美股市场结构变迁及启示[J].证券市场导报,2021,(5):45-55.
- [38] Lee G, Masulis R W. Do more reputable financial institutions reduce earnings management by IPO issuers?[J]. Journal of Corporate Finance,2011,17(4):982-1000.
- [39] Fehn R, Fuchs T. Capital market institutions and venture capital:Do they affect unemployment and labor demand?[R].SSRN Working Paper,2003,No.388642.
- [40] 张明喜,苏牧,张俊芳,等.科技—产业—金融循环的逻辑解构与政策启示[J].中国软科学,2024,(2):27-37.
- [41] Liu G, Zhang C. Does financial structure matter for econ-

- omic growth in China[J].China Economic Review,2020,61: 101194.
- [42] Haggard K S, Martin X, Pereira R. Does voluntary disclosure improve stock price informativeness?[J].Financial Management,2008,37(4):747-768.
- [43] 渠慎宁.未来产业发展的支持性政策及其取向选择[J].改革,2022,(3):77-86.
- [44] Dasgupta S, Gan J, Gao N. Transparency,price informativeness, and stock return synchronicity: Theory and evidence[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2010,45(5):1189-1220.
- [45] Welch I. The wisdom of the Robinhood crowd[J].The Journal of Finance,2022,77(3):1489-1527.
- [46] Farrell M, Green T C, Jame R, et al. The democratization of investment research and the informativeness of retail investor trading[J].Journal of Financial Economics, 2022,145(2): 616-641.
- [47] Fjesme S L. Retail investor experience, asset learning, and portfolio risk-adjusted returns[J].Finance Research Letters,2020,36:101315.
- [48] 周文,许凌云.再论新质生产力:认识误区、形成条件与实现路径[J/OL].改革,http://kns.cnki.net/kcms/detail/50.1012.F.20240229.0904.002.html.2024-03-02.

【责任编辑:龚紫钰】

Capital Markets Empowering the Formation of New Quality Productive Forces: Theoretical Logic, Practical Problems, and Upgrading Paths

LIN Chun, WEN Xiao-ou

(School of Finance and Trade, Liaoning University, Shenyang, Liaoning, 110036)

Abstract: The capital market's implementation of its new positioning and its role as a hub are crucial to the cultivation and emergence of new quality productive forces. The innovation incentive effect, factor allocation effect and industrial support effect are important ways for the capital market to empower the formation of new quality productive forces. Specifically, the capital market uses hierarchical direct financing channels to break the funding deadlock in many scientific and technological innovation activities and accelerates the concentration of innovation capital; in the transformation of innovation achievements, the capital market plays the factor allocation function through direct and indirect ways, and guides the matching of new production factors and new quality entities; as an important carrier for policy implementation, the capital market provides development momentum for emerging and future industries by consolidating capital chains and diversifying risks. Due to the short development history, China's capital market still has some problems, which are mainly reflected in the fact that the financial service function has not been fully exerted and the channels for innovative capital formation are narrow; the stock price information content is not high and the quality is poor, and the factors flow and allocation are blocked; a virtuous cycle of investment and financing has not yet been formed, and the capital market structure is poorly coordinated. These problems have caused blockages in the formation of innovative capital, allocation of production factors, and medium and long term financial support, blocking the capital market's path to empowering the formation of new quality productive forces. In the future, multiple measures should be taken to build the capital market into a substantial financial support that serves the real economy and creates new quality productive forces. Firstly, we should steadily optimize the financial structure and guide diversified financing channels to complement each other; secondly, accelerate the improvement of supporting regulatory mechanisms for the registration system to improve the quality and transmission efficiency of information disclosure; thirdly, continue to promote investment-side reforms and carry out in-depth investor structure optimization.

Key words: new quality productive forces; capital market; innovation capital; allocation of factors of production; emerging and future industry