

简报

第 13 期 2019 年 9 月 6 日

中国发展高层论坛专题研讨会 “贸易、开放与共享繁荣”

分组会（II）会场三：资本市场：为创新融资

2019 年中国发展高层论坛专题研讨会于 9 月 6-7 日在北京钓鱼台国宾馆举行。本次专题研讨会以“贸易、开放与共享繁荣”为主题，围绕加速开放的中国、中美关系再定位、英国脱欧与欧盟前景、中国经济的韧性与高质量发展、全球创新合作、减税降费的进展与成效、数字经济下的机遇与挑战等一系列重大议题进行探讨。

本节讨论的题目是“资本市场：为创新融资”，由国务院发展研究中心产业经济研究部部长赵昌文主持。与会嘉宾分别为北京大学汇丰金融研究院执行院长，香港交易所董事经理、首席经济学家巴曙松，高盛集团亚太区联席总裁兼亚太区证券部主管白瑞德，宜信公司创始人、CEO 唐宁，瑞银证券总经理、瑞银集团亚太执行委员会成员钱于军，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员张斌。

巴曙松指出，去年香港交易所经历了一次重大的上市制度改革，以支持新经济为重心，也就是怎样为创新融资。经过一年多的探索实践，香港交易所从原来主要为传统经济融资的资本市场一跃成为全世界第二大生物医药科技创新融资中心。经过一年多的探索实践，香港市场从一个原来主要为传统经济融资的资本市场一跃成为全世界第二大生物医药科技创

新融资中心。在当年融资额里面，新经济占比大幅提升。

他表示，新经济有不同产业的特征，新经济的产品具有不同的风险收益偏好和特征，所以要为创新融资，就需要研究新经济不同于旧经济的特点。第一个特点，按照不同生命周期融资图来看，其往往找不到合适的融资支持，最典型的就是生物科技。新经济企业成长过程的不同阶段具有不同的风险特征和资金需求，早期的创新型企业一般具有核心技术和知识产权，但往往面临资本投入少、创业周期长，风险和不确定高的难题，需要多种金融工具和孵化环境支持新兴技术的创新和产业化进程。第二，轻资产也是新经济很重要的一个特征。2018年香港的IPO总额是全球的第一名，在第一名融资额的构成里，新经济在香港市场首次作为主要力量，差不多占比接近一半，而以前这个比例是非常低的。第三，新经济还有一个很重要的特点是人力资本对公司的价值具有很重要的意义，体现在差别投票权或者叫超级投票权。所以为新经济融资要深入观察新经济不同产业的产业特征和对金融需求跟传统产业不一样的风险收益特征，才能针对性地调整的金融体制和金融产品。

白瑞德表示，高盛在中国成立公司 25 年以来，作为风险中介公司、投资公司和咨询公司服务于中国企业，加快了中国在世界舞台上的崛起。创新是经济增长的一个增长点，在中国价值链攀升阶。中国资本市场的发展是非常重要的，它可以进一步加强创新。科创板的出现是一个恰逢其时的事件，可以通过中国资本市场进一步改革来推动创新。科创板是正在形成的中国的纳斯达克，注册制可以加速市场化的 IPO 定价。科创板为创新性企业提供了一个可以施展的舞台，拓宽了企业的融资渠道，能够提升资本配置的效率，可以帮助中国更好的去对接全球股市的规则。

他指出，全球角度的一些经验可供中国科创板试点项目借鉴。第一，应该让更多的全球机构投资者能够投资科创板，也可以通过 QFII 进行投资。第二，应该考虑不同市场之间连通的机制，国际市场会对此非常感兴趣，这也能更好地吸引外国资本来中国投资。第三，应该让外国投资者更方便地获得披露的信息，因为目前 A 股和科创板大部分上市公司只有中文

材料。第四，中国市场应该采取更复杂的投资交易策略，提供更多的对冲工具。

白瑞德认为，归根到底，科创板要长期有吸引力和竞争力，就是要有一个很好的生态系统。这样去做，科创板不仅能成为国内的教育市场，而且对于中国的资本市场改革也将是一个里程碑。高盛全力支持设立科创板，随着高盛在中国业务的不断加深，将进一步支持中国金融业的改革和开放，利用高盛在全球的经验来推动中国资本市场的创新。

唐宁表示，他经历了从天使投资人到创立宜信，所以创新融资这一话题对其而言非常有感情。他指出，中国的钱很多，但是有一个突出的特点是长钱少。所以他们一直在思考和努力如何把长钱给到中国的科技公司。他认为有三个关键点。第一，在天使投资阶段亟需培养一群天使投资人。天使投资人对于创业者和早期企业而言非常重要，他们不仅需要提供资金，还需要帮助招聘人才、建设团队、制定战略、打通人脉等，但是目前在中国天使投资人非常稀缺。如果各地政府能够帮助培养天使投资人群体，将有助于打造类似于硅谷和以色列这样的生态体系，对于中国的科技创新作用将会非常大。第二，母基金的形式有助于早期成长期的 VC 获得长钱。在中国有大量资金是通过个人投资者的方式参与到科技创新类的投资中来的。母基金一端连着传统经济创造的财富，另一端投入到新经济中去，这种形式既可以帮助传统经济创造巨大的财富，又能够和新经济企业长线资本的需求吻合起来，而且对于高净值、超高净值个人投资者来说，风险非常分散。第三，对于已经上市的企业而言，二级市场也面临着长钱的问题，所以要注重财富管理、资产配置的理念。

钱于军介绍，到现在为止，科创板有 152 家公司交了申请，29 家批准，统一进行了上市仪式，排在系统里的还有几十家，过程中有若干家主动撤出。从行业来说，新一代信息科技占了 40%左右，有 65 家；医疗生物制药占比 25%左右，有 36 家；随后是高端制造、设备制造、新材料、能源、节能等其他行业；最后是服务类，只有 2 家。

他表示，注册制最大的特色是 A 股上市更像纳斯达克，通过上市人充

分披露，第一责任人必须是上市申请人，保荐人一定要充分协助做审慎调查，确保披露是完整的，没有故意的或者重大的遗漏或不披露的信息。

他指出，国内大部分券商只是纯粹做通道，帮助企业拿到项目以后，帮他们写材料，做审慎调查，准备申报文件，审批权在政府部门，这实际上不符合最新发展的需要。注册制改革至少把实质审核的权利下放到了交易所，会大大提升国内券商行业。

他说明，投行需要从市场的角度实施全方位的服务，帮助上市人做合理的估值和市场询价，深入介入行业等。审核科创企业时要关注公司的几个重点。第一，必须有核心的 IP，符合科创板上市的几大要求；第二，研发能力；第三，科研的发明是否得到有关部门各个级别的认可；第四，核心竞争优势；第五，发明能不能商业化，能否带来收入和利润；第六，业务计划永远是重点，若干年以后能不能带来大的股东价值的提升。

张斌指出，我国正处于从制造到服务的消费升级，人力资本密集型行业的崛起，发展人力资本密集型行业，光是有人力资本也不够，也需要资本，尤其是愿意承担风险的长期资本投入。这对我们习惯了的债务主导型金融体系提出了挑战。从储蓄的角度来看，中国家庭有超过 60%金融资产还是银行存款，不到 30%是证券，养老保险只有 11%。老百姓不是不愿意做长期投资，关键是渠道的问题，我们在供应方面存在很大问题，如何才能让证券类的资产，包括养老金有更大的增长，背后依托的也是资本市场。

债务主导的金融体系难以对接新兴产业发展，也难以对接居民部门投资保值增值的需要，资本市场成为未来美好生活的“必要条件”。但中国资本市场发展跟不上实体经济变化的节奏，需要补短板。科创板是个尝试，但还远远不够，在市场和产品层面，在市场参与者层面，在基础设施层面上缺的东西很多。需要 Reits 和衍生品、需要既能找到钱又懂生意的投资者，需要养老金专业投资者，需要相关监管法律的调整。

他认为，整体来看，中国市场发展还是比较乐观的。20 年前，资本市场最多是锦上添花，但现在如果没有资本市场的发展，我们的新兴产业就像无根之水。与此同时，实体经济发展对金融业的倒逼，金融服务业的

对外开放，都会加快未来中国资本市场进步的步伐。

（中国发展研究基金会 撰稿：王路；校对：王子豪）

—背景信息—

中国发展高层论坛是“两会”后首个国家级大型国际论坛，旨在“与世界对话，谋共同发展”，是中国政府高层领导、全球商界领袖、国际组织和中外学者之间重要的对话平台。2019年中国发展高层论坛专题研讨会由国务院发展研究中心指导、中国发展研究基金会主办，旨在介绍中国改革开放取得的进展和成果；进一步向国际社会宣传中国对外开放的新政策和措施；加强合作，让开放成果及早惠及中国和世界。

—媒体联络—

中国发展研究基金会

夏 天 64255855-8086 xiatian@cdrf.org.cn

刘 阳 64255855-8031 liuyang@cdrf.org.cn

郭丝露 64255855-8014 guosl@cdrf.org.cn

施婉菁 64255855-8090 shiwj@cdrf.org.cn

—电子版阅读—



中国发展研究基金会
China Development Research
Foundation

中国北京东城区安定门外大街136号皇城国际中心A座15层
邮编：100011

电话：(+86) 10-64255855
传真：(+86) 10-64255855 分机8100
网址：www.cdrf.org.cn
电邮：cdrf@cdrf.org.cn

Floor 15, Tower A, Imperial International Center
136 Andingmen Wai Avenue, Dongcheng District,
Beijing 100011, China

Tel: (+86) 10-64255855
Fax: (+86) 10-64255855 ext. 8100
Website: www.cdrf.org.cn
E-mail: cdrf@cdrf.org.cn