

# 资本面对面

2016.03.27--总第400期



广东省风险投资促进会



广州市瀚晖投资管理有限公司

联合制作



# 目 录

## Contents

2016. 03. 27 总第 400 期

**关于我们** 02

About Us

**金融热点** 03 - 05

Financial Focus

**金融资讯** 06

Financial Information

**政策解读** 07

The Policy Interpretation

# 关于我们

## About Us

广东省风险投资促进会成立于2002年12月，是由广东省内风险投资、金融、证券、中介服务等机构联合发起成立，经广东省社团组织登记管理机关注册登记，具有独立法人资格的专业性和非营利性社会组织。本会坚持遵守法律法规和国家政策，遵守社会道德风尚；沟通会员与各界的联系，促进风险（创业）投资交流活动；研究和制定广东省风险（创业）投资行业职业操守和行为规范；促进行业自律，维护公平竞争，维护会员合法权益；促进风险（创业）投资事业规范、健康发展；促进广东高新技术产业发展的宗旨，在立足风险投资主流，增强风险投资机构与创新企业的交流，开展投融资对接服务中与政府有关部门和业界起着纽带作用。

2015年5月，促进会中标广东省发展和改革委员会公开招标采购的广东省发展和改革委员会创业投资企业备案管理服务项目，负责承担广东省创投企业的备案管理工作。

### 主要工作：

- 1、行业研究：**研究风险（创业）投资发展的各类问题，为政府决策提供参考和支持。
- 2、行业调查：**接受发改委、科技部等政府部门以及中国风险投资研究院、清科集团、投中集团等行业研究机构委托，负责广东地区风险（创业）投资行业的调查。
- 3、行业信息提供(发布)：**向会员及省内高新技术企业和境内外风险（创业）投资企业提供行业信息、行业政策、产业政策及其他相关的政务信息、高新技术项目信息和投资人才信息等。
- 4、专业培训：**风险（创业）投资人才、创业企业人才等。
- 5、咨询评估服务：**依托广东省粤科金融集团等风险（创业）投资行业主流机构，为本会会员及与风险（创业）投资相关的政府部门、机构与个人提供投资估价、经营状况评估、资信评估、财务分析等服务；为各类企业的资产转让、兼并收购、资产重组及挂牌上市提供咨询服务；为风险投资、项目评价、国际扩展、跨国联营及海外上市提供方案策划、评估测算及文件准备等一系列服务。
- 6、宣传交流：**通过召开研讨会、座谈会、联谊会、报告会、信息发布会等，加强对风险（创业）投资的宣传，开展各类专业交流活动。
- 7、对外合作：**与兄弟省市以及美国、以色列、英国、港澳台地区的风险（创业）投资行业协会建立协作网，促进地区（国际）间科技风险（创业）投资信息交流与合作。

# 金融热点

## Financial Focus

### 中国顶级经济学家预判下个风口

除了房地产、股市、互联网金融，未来几年，我们还有哪些投资机会？国内经济学界的大咖们，吴敬琏、厉以宁、周其仁、林毅夫、郑永年，他们眼中，哪些领域是下一个风口？



#### 吴敬琏：降低税收将有利于提高企业家的积极性

我们过去一直用需求侧的因素分析勘察中国经济增速下降的原因和寻求应对的方略。由这样的分析得出的结论就是，经济减速的原因是因为投资、消费、出口三架马车的力量不足，所以应对的方略就是扩需求，保增长。但是执行这个方针若干年以后，我们现在陷入了一个困境，出现了两个现象：投资报酬递减，债务积累。由于投资报酬递减规律的作用，刺激政策促增长的效果每况愈下；而过量的投资导致杠杆率不断提高、债务积累，这都使我们不能把增加投资作为经济增长的主要动力。而且，从它已经造成的后果来看，采用这种办法的风险太大了。

现在我们转向供给侧改革，转变经济增长方式。大多数经济学家都肯定地认为，现代经济增长的主要驱动力量在于技术进步和效率提高。过去这 20 年中虽然三令五申，转变经济增长方式没有取得理想的效果呢？根本的问题在于改革推进不足，体制性障碍就没有能够消除。我们应当采取的方针，就是不要靠刺激措施来保证经济增长，而要把主要的力量放在推进改革上。

一方面，我们要堵塞漏洞、化解风险。要妥善处理各级政府的债务。要停止风险的积累，不要再做回报过低甚至完成没有回报的投资。要停止对“僵尸企业”的输血。动用国有资本偿还政府债务。对资不抵债的企业实施破产或重整，释放风险。停止“刚性兑付”。盘活由于粗放式增长形成的死资产存量，例如闲置的地产项目等。另一方面，我们要辅之以适当的货币和财政政策，维持宏观经济的基本稳定。货币政策要坚持稳健的方针，主要是要用扩张性的财政政策。所谓扩张性的财政政策，说白了就是增加赤字。有两个办法，一个是增加支出，一个是减少收入。在我们当前的情况下，应该更多地采用普惠性的减税。为了改善营商环境，政府降低税收将有利于提高企业家的积极性。

## 周其仁：未来五年经济有四大支点可以着力

第一个支点：国内市场体系和理念的兴起。向未来看，中国经济靠得住的一条还是：国家不包农民、不包民营企业，大家都得在市场上去拼。现在好多人大富大贵，查20年前，家底都是一样的，都是无产阶级。一部分人、一些企业、一些地区先富起来，很多人尝到了这个甜头，前面有榜样，后边的人就挡不住，这个带动力量极其关键。社会有这个氛围，再加上前面有榜样，就是未来5-10年靠得住的力量。

第二个支点：国际市场特别是新兴市场。用“对外投资”带动“对外贸易”，没钱借给你钱，基础设施不行我们帮你建设。这些年我们的建设、制造能力是起来了，人强马壮，矿山、港口、电力、铁路……什么造不出来？我们向西发展，哪个国家的资源都很好，用它们的土地、劳工，加上中国的制造设备，做通了再卖中国货，这个市场大有可为。

第三个支点：国内投资和内需。服务业要想像发达国家一样，比例到百分之七八十，我们的经济空间和人口还是要集聚，要集聚还是要投资。但这不是放宽土地、财政政策就行了，最大的课题是：我们要学会管理“高密度的社会经济体”，要提高城市的管理水平。

第四个支点：持续创新的能力。中国在“原创知识生产”方面确实不行，原因是什么？我的判断是，这样的情况还会持续很多年。但是，我们多年穷国办大教育，包括应试教育，培养了大量高效劳动力，能写会算，有抽象和想象能力。另一个层面，我们的工程师也很多。两者一结合，我们的集成创新（不是原始创新）的能力是非常靠得住的，不但能设计，而且有高效的劳动力可以生产。这个东西重视起来，6-9年就会产生效果。

## 郑永年：下一步的投资，一定要从经济性投资转向社会性投资

中国下一步的投资，一定要从经济性投资转向社会性投资。

社会性投资非常重要，我们现在还没有社会投资这个概念，西方是有的。什么叫社会投资？就是对社会政策的投资。社会保障、医疗、教育、公共住房，这些都是社会投资。我们现在无论是经济学界还是决策界的很多人，还是把社会投资看成是消费，这不是消费。我们现在说消费，消费就要有中产阶级。中国为什么消费增加不了？就是因为没有中产阶级，为什么没有中产阶级呢？就是因为我们的投资不够。我们现在的居民，大部分的钱都要花在小孩的教育上，花在住房上，都是房奴、孩奴。

我们也缺少充分的医疗保障，一家人如果一个人生了大病，可能会倾家荡产。我们现在的中产阶级，一是做不大，二是没有制度基础，这就是社会投资不够。

下一波投资是什么？我们老龄化现在非常快，是可以看得见的。为什么我们不多造一点养老院、医院呢？我们现在改变二胎政策了，为什么不多造一点幼儿园、医院呢？这些方面的投资，实际上也会大量消耗产能，解决产能过剩的问题。

所以下一阶段，中国不仅要搞社会建设，还要把很多社会投资做起来，这些社会投资就是下一步经济增长的动力。在这方面我们的决策者还是要继续解放思想，我们基本上现在把社会政策简单地看成西方那样的福利社会。社会投资不是福利社会。我们中国现在的经济发展水平还没有到西方福利国家那一步，投资是必需的，没有社会投资，经济很难可持续发展。

## 林毅夫：有效的市场和有为的政府缺一不可

有效的市场和有为的政府共同发挥作用，才能构建起经济持续发展的基本机制。新产业的发展需要新的能够动员更多资本、有效分散风险的金融制度安排与其匹配，需要交通、电力、港口等硬的基础设施和法律法规等软的制度环境，需要与新技术和新产业相关的基础科学的突破，这些都不是企业自己可以解决的，均需要有为的政府协调相关企业来克服，或是由政府直接提供服务。

政府发挥作用的着力点，我认为根据不同类型的产业，政府因势利导的作用也不相同。

**追赶型产业。**各地政府和金融机构可以在资金融通和外汇获取上支持合适的企业，像吉利汽车、三一重工、汉能那样，到海外并购同类产业中拥有先进技术的企业，作为技术创新、产业升级的来源；筛选我国每年需要从发达国家大量进口的高端制造业产品，到海外招商引资，将这些产品的生产企业吸引到国内来设厂生产。根据这些高端制造业的需要提供合适的基础设施、人才培养、营商和法制环境，国外许多企业就会有积极性到我国设厂生产。

**领先型产业。**领先型产业只有依靠自主研发新产品、新技术，才能继续保持国际领先地位。新产品、新技术的研发，理当由企业自己进行。但是，基础科研投入大、风险高，属于社会公共知识，企业没有从事基础科研的积极性。中央和地方政府可以用财政拨款设立科研基金，支持企业与科研院所和高校协作进行基础科研。政府也可以支持相关行业的企业组成共用技术研发平台，攻关突破共用技术瓶颈。在企业新产品、新技术开发取得突破后，政府也可以通过采购，帮助企业较快形成规模化生产。领先型产业需要到世界各地建立销售、加工生产、售后服务等网络，也需要政府在人才培养、资金、法律、领事保护等方面给予必要的支持。

**劳动密集型产业。**劳动密集型出口加工产业集群所在地的政府可以采取两种因势利导的政策：一是提供设计、营销方面的人才培训和商品展销平台，以及制定优惠政策等；二是协助加工企业抱团出海，向企业提供信息、海外经营人才培养、资金支持，以及同承接地政府合作设立加工出口工业园区等，帮助企业利用当地廉价劳动力和资源优势来提高竞争力。

**转移型产业。**转移型产业在国内出现了不少富余产能，但在非洲、南亚、中亚、拉丁美洲等发展中国家还严重短缺，应该支持这些产业中的企业以直接投资的方式将产能转移到同我友好、基建投资需求大的发展中国家。

**弯道超车型产业。**这类新兴产业的特征是人力资本需求高、研发周期短，例如信息、通信产业的软件、手机等。各地政府可以针对这类企业发展的需要，提供孵化基地、加强知识产权保护、鼓励风险投资、制定优惠的人才和税收政策，支持创新型人才创业。

**战略型产业。**如大飞机、航天、超级计算机产业，不能完全依靠市场，需要政府的保护性补贴才能发展起来。各地政府可以鼓励支持配套产业发展，并改善基础设施、子女教育、生活环境等条件，争取战略型产业落户当地，以实现战略型产业发展和当地产业转型升级的双赢。

文/正和岛

### 新三板分层标准正式发布，三个标准分两层

最新消息，从股转系统网站获悉，新三板分层方案正式出台。根据该方案，新三板分为两层：基础层和创新层。

#### 标准一：净利润+净资产收益率+股东人数

(1)最近两年连续盈利，且平均净利润不少于2000万元（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；

(2)最近两年平均净资产收益率不低于10%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；

(3)最近3个月日均股东人数不少于200人。

#### 标准二：营业收入复合增长率+营业收入+股本

(1)最近两年营业收入连续增长，且复合增长率不低于50%；

(2)最近两年平均营业收入不低于4000万元；

(3)股本不少于2000万元。

#### 标准三：市值+股东权益+做市商家数

(1)最近3个月日均市值不少于6亿元；

(2)最近一年年末股东权益不少于5000万元；

(3)做市商家数不少于6家。

在达到上述任一标准的基础上，须满足最近3个月内实际成交天数占可成交天数的比例不低于50%，或者挂牌以来（包括挂牌同时）完成过融资的要求，并符合公司治理、公司运营规范性等共同标准。已挂牌公司2015年年报披露截止日（2016年4月29日）后，全国股转系统根据分层标准，自动筛选出符合创新层标准的挂牌公司，于2016年5月正式实施。新挂牌公司满足创新层准入条件的，将直接进入创新层。准入标准的适用：

标准一，选择适用标准一进入创新层的企业，须取得中国证监会核准在全国股转系统公开转让的批复。

标准二，选择适用标准二进入创新层的企业，应补充提交一年期审计报告。

标准三，选择适用标准三进入创新层的企业，应当在挂牌前一次性向六家（含）以上的做市商发行股票或者挂牌同时发行股票，以本次发行价格作为市值的计算标准。

操作流程：企业在申报挂牌时，全国股转系统根据分层标准就该挂牌公司是否符合创新层标准自动判断，符合创新层标准的挂牌公司，直接进入创新层。分层制度设计的初衷是，针对挂牌公司差异化特征和多元化需求，实施市场内部分层，提高风险管理和差异化服务能力，降低投资人信息收集成本。未来，股转系统会按照权利义务对等原则，在市场服务与监管要求方面，对不同层级挂牌公司实行差异化制度安排。值得注意的是，在新三板市场的现有状况下，交易主要集中在少数公司，大部分公司已是“僵尸”，分层制度推出后，情况可能会更为严重。根据分层方案，共有多少家公司可以进入创新层，未来这些公司将获得投资者的更多关注以及差异化制度的更多扶持，市场可密切关注。

# 政策解读

## The Policy Interpretation

### “健全多层次资本市场”为先，大力发展新三板亦或为先

健全多层次资本市场体系，推进注册制改革，多渠道推动股权融资之间的关系是相互递进的。

2016年3月12日，中国证券监督管理委员会主席刘士余发言称：“党的十八届三中全会的《决定》提出健全多层次资本市场体系，推进注册制改革，多渠道推动股权融资等等，这些内容是相互递进的关系。也就是说，把多层次资本市场搞好了，可以为注册制改革创造极为有利的条件。”

新三板和战新板均为健全多层次资本市场体系的重点。

我国资本市场不仅包括主板、中小板、创业板及区域股权市场，还包括新三板与即将推出的战新板，而在当前的制度环境下，后两者才是健全多层次资本市场改革的重点。而且，官方多次表明，战新板正在紧锣密鼓的筹备，其很可能在注册制改革前推出。

另外，刘士余层在上任不到一个月的时间里两次表示，要加强监管，做好投资者保护，而这更是完善多层次资本市场建设的前提。

股票发行注册制改革会落实，但目前仍在创造条件中。

当前，我国还不具备实施股票发行注册制的条件，因此，发行注册制并未被纳入2016年的《政府工作报告》里；在《“十三五”规划纲要草案》里也提出创造条件而非直接实施股票发行注册制；去年人大特别转授权，是指自3月1日起启动注册制准备工作，而非实施发行注册制；而《证券法》修订仍需时日。因此，短期内，我国证券市场不会实施股票发行注册制仍然是大概率事件。

理性地看待新三板与注册制、战略新兴板之间的关系。

短期内股票发行注册制仍不会推出，即使实施，在一定时期内新三板类注册优势犹存。市场对于战新板预期很高，其是否具备“高配置”还不确定，但至少它具备高门槛及严监管。而同战新板相比，证监会对新三板有着合理的制度安排，三板发展方向更为明确，前景可期，

因此，我们对新三板未来的发展充满信心。同时我们建议市场对战新板保持较高度关注，心动在前，行动在后。

为完善新三板的交易及融资功能，多项可行政策或可期。如果要从多渠道推动股权融资，那新三板必然是重要渠道之一。当前新三板市场融资功能已经得到大家认可，但也确实存在一些问题，目前新三板二级市场交易制度配套仍不完善，以致市场交易冷清、估值下行，未来市场交易功能弱化甚至缺失之后，将反噬市场的融资功能。对此，我们在16年年度策略报告中便提出最亟待落地的几项政策红利：完善做市商制度、放开公募基金入市、竞价交易和大宗交易。