

创新资本形成：“双区”建设的 优先目标与实现路径

胡耀亭¹, 陈作华²

(1.深圳证券交易所综合研究所,广东 深圳 518038;
2.山东财经大学会计学院,山东 济南 250014)

摘要:当前,国际经贸摩擦此起彼伏,并可能长期持续,影响全球经济增长的不稳定因素增多,中国经济在转向高质量发展的过程中面临巨大挑战。近年来,党中央适时推出建设粤港澳大湾区和中国特色社会主义先行示范区(以下简称“双区”)两大国家战略,作为落实创新驱动发展战略的重大部署。“双区”建设的优先目标是将粤港澳大湾区和深圳市培育成为创新资本形成中心。目前培育创新资本形成中心的经济基础、人力资源基础、创新基础已经较为完备,且金融中心优势、政策和制度优势明显。要打造全球领先的创新资本形成中心,需要建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的多层次资本市场,加快推动创业板改革并试点注册制,促进风险投资市场成长壮大,打造一流创新资本生态体系,稳步推进市场开放和“双区”市场连通与要素融合。

关键词:创新资本;资本形成;粤港澳大湾区;先行示范区;创业板改革;风险投资;金融开放

中图分类号:F 830.9

文献标识码:A

文章编号:1000-260X(2020)02-0082-09

一、创新驱动发展战略与“双区” 建设的时代背景

(一)创新驱动发展战略是中国经济转型发展的现实需要

中国经济自改革开放以来经历了40余年的持续高速增长,国内生产总值从1978年的3678.7亿元人民币增长到2018年的约91.93万亿元人民币(修正后),人均国内生产总值从1978年的385元人民币增长到2018年的约6.54万元人民币(修正后)^①。从经济规模来看,中国已经成为仅次于美国的全球第二大经济体。改革开放40年来,中国经济

在持续高速增长过程中,经济增长模式发生了多次转变,由改革开放初期的劳动力要素投入驱动为主,转变到1990~2000年的劳动力与资本要素共同驱动、2000~2010年的资本要素投入驱动为主,并于2010年以后进入了资本要素驱动和自主创新共同驱动的新阶段^②。当前,中国经济进入向高质量发展转型的时期,经济增长由高速增长转向中高速增长。过去劳动力要素与资本要素驱动的发展模式已经无法满足经济发展需要,劳动力红利也在逐渐消失,必须转变经济发展方式,坚定不移地实施创新驱动发展战略,培育经济发展新动能,走高质量发展的路子。

收稿日期:2020-01-06

基金项目:山东省自然科学基金面上项目“基于公司风险视角的董监高减持股份行为经济后果研究”(ZR2018MG008)

作者简介:胡耀亭,经济学博士,深圳证券交易所综合研究所研究员,主要从事金融理论与资本市场研究;陈作华,管理学博士,山东财经大学会计学院副教授,主要从事会计理论、内部人交易与公司风险研究。

在改革开放40年中,中国主动参与国际分工,与世界各国加强经贸合作,推动中国积极融入全球价值链、产业链和供应链。以进出口贸易为例,中国进出口贸易总额由1978年的206.4亿美元增长到2018年的4.62万亿美元,其中出口总额由1978年的97.5亿美元增长到2018年的2.48万亿美元,进口总额由1978年的108.9亿美元增长到2018年的2.14万亿美元。当前,中国已经成为全球最大的货物贸易国,第一大出口贸易国,第二大进口贸易国。中国已经实现了由“封闭型”经济向“开放型”经济的完美转身。在国际分工中,中国也已实现从“边缘国”向“枢纽国”的转变,从“居轻国”向“居重国”的转变,对国际贸易和资源流动的影响力和控制力日益加强^①。与此同时,中国的开放型经济为世界经济增长提供了持续不断的动力,对世界经济增长的年贡献率达到了30%左右。

尽管中国经济持续增长且国际影响力不断提升,但发展过程中存在的问题依然突出,尤其是大多数产业仍处于全球产业链的中下端,关键核心技术依然受制于人。当前,“逆全球化”思潮抬头,单边主义和贸易保护主义升级,全球自由贸易受到严峻挑战,全球经济不确定性与不稳定性因素日益增加。2018年3月以来,美国挑起对中国及世界多个国家的经贸摩擦。在中美贸易摩擦中,美国政府除对中国输美商品加征关税外,还以“国家安全”为由,对华为等中国高科技公司肆意打压,并对中国的高新技术出口实施更为严格的管制,试图阻碍中国科技进步和高科技产业发展,这些都给我们敲响了警钟。加快产业升级,推进党的十九大报告提出的“迈向全球价值链中高端”的发展战略,以创新驱动引领经济增长,已经刻不容缓。

(二)推进“双区”建设发展战略,是新时代中国经济与社会发展的战略选择

2017年,李克强总理在第十二届全国人民代表大会第五次会议上所作的政府工作报告中,第一次提出将粤港澳大湾区提升为国家战略。2019年2月,中共中央、国务院发布实施《粤港澳大湾区发展规划纲要》(以下简称《纲要》)。粤港澳大湾区建设,突出科技引领功能,把建设具有全球影响力的国际

科技创新中心作为重要战略定位。在粤港澳大湾区4个核心城市中,深圳的定位是发挥作为经济特区、全国性经济中心城市和国家创新型城市的引领作用,加快建成现代化国际化城市,努力成为具有世界影响力的创新创意之都。2019年8月,中共中央、国务院正式印发《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》(以下简称《意见》)。《意见》要求深圳强化产学研深度融合的创新优势,以深圳为主阵地建设综合性国家科学中心,在粤港澳大湾区国际科技创新中心建设中发挥关键作用。在科技创新和资本市场发展方面,《意见》明确提出“支持深圳依规发展以深圳证券交易所为核心的资本市场,加快推进金融开放创新”“提高金融服务实体经济能力,研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度,创造条件推动注册制改革”。“双区”建设是以习近平同志为核心的党中央作出的重大战略决策,既赋予了粤港澳大湾区和深圳千载难逢的发展机遇,也是落实创新驱动发展战略的具体部署。

二、“双区”建设的优先目标是打造创新资本形成中心

(一)全球三大湾区创新资本形成的成功经验

当前,全球三大湾区(美国的纽约湾区、旧金山湾区和日本的东京湾区)均已经进入成熟发展阶段。全球三大湾区在发展过程中存在着一定程度的发展共性,均已形成多元、开放和国际化的城市群体系。三大湾区金融服务业高度发达,强大的资源集聚效应和高效的资源配置能力,为技术创新提供了充沛的资本,已经成为国际创新资本形成中心的战略高地。三大湾区在创新资本形成的过程中,具有如下共同特征:

1.地理区位优势突出。三大湾区拥有的港湾地理优势,为它们成为国际创新资本形成中心提供了空间条件。纽约湾区位于美国纽约州东南部的哈德逊河口,由纽约州、康涅狄格州和新泽西州组成,面积近2万平方公里。旧金山湾区位于美国加利福尼亚州北部地区,主要包括旧金山市、圣何塞市和奥克兰市,面积约1.79万平方公里。东京湾区位于日

本关中原南部、本州岛中部太平洋海岸,面积约4.69万平方公里,港湾环境及独特的地理区位优势明显。

2.经济总量庞大。三大湾区规模庞大的经济总量为创新资本形成提供了坚实的基础。依据《四大湾区影响力报告》^[3]提供的数据,纽约湾区2017年GDP总量约1.9万亿美元,全国占比约11%;人均GDP约8.3万美元,是美国人均GDP的1.6倍。旧金山湾区2017年GDP总量约0.8万亿美元,全国占比约4.8%;人均GDP约8.6万美元,是美国人均GDP的1.7倍。东京湾区经济总量大,2017年GDP总量约为1.8万亿美元,占日本经济总量的36%,位居世界三大湾区首位;人均GDP约为4.4万美元,是日本人均GDP的1.4倍^[4]。

3.人力资源丰富。三大湾区尊重人才、尊重知识和尊重科研规律的良好氛围,以及独特的地理区位优势,吸引了来自本国各地乃至全球的科技创新人才。同时,三大湾区高校云集,高新技术人才培养优势突出,为技术创新和成果转化以及高新技术产业发展提供了丰富的人力资源。纽约湾区高校聚集效应明显,拥有五所“常春藤联盟”高校,世界一流大学吸引了来自世界各地的优秀学子,为纽约湾区提供了丰富的科技创新人才,产生了强大的影响力。旧金山湾区拥有丰富的高等教育资源,以世界顶尖研究型大学斯坦福大学、加州大学伯克利分校等为代表的一流高校为旧金山湾区的科技创新输送了源源不断的人才,是科技企业创新能力位居世界前列的关键。东京湾区是日本经济最发达的地区,提供了大量就业机会,吸引了大量人口流入,是日本人口最密集的地区,为湾区提供了充足的劳动力资源。东京湾区聚集了东京大学、早稻田大学等120余所大学,注重国际化人才的培养和科技创新。

4.金融业与资本市场高度发达。资源配置是金融行业与资本市场的重要功能,三大湾区发达的金融业和资本市场为资本流向创新型企业提供了强力支持。纽约湾区是全球规模最大和最发达的金融中心,纽约证券交易所和纳斯达克交易所均位于此地。截止2019年10月底,纽约证券交易所上市公司2356家,股票总市值约23.24万亿美元;纳斯达

克交易所主要是为中小高新技术企业提供融资的平台,上市公司数量较多,共计3098家,股票总市值约12.14万亿美元^[5]。纽约湾区发达的金融业和资本市场,有力地推动了创新资本形成。旧金山湾区是美国创新与创业最为活跃的地区,依托硅谷在技术创新和资本方面的影响力与辐射力,以及领先世界的风险投资环境和成熟的风险投资机制,吸引了全球大量资金流入湾区,推动了湾区高新技术企业的发展。东京是重要的国际金融中心,银行业占绝对主导地位,超过90家的银行总部聚集在此;东京湾区拥有日本最大的证券交易所——日本交易所,截止2019年10月底,该交易所拥有3869家上市公司,总市值约6万亿美元^[6]。

5.政策环境优越。三大湾区均实施了高效的人才战略政策、优惠的税收政策以及完善的法律体系,为国际创新资本形成中心提供了政策与制度保障。纽约湾区对中小企业实施优惠的税收政策,致力于减轻中小企业税负,吸引更多创业者。旧金山湾区地方政府之间相互合作,旨在提供更完善的公共服务。日本政府于1995年制定了《科学技术基本法》,旨在推动日本的科技进步,改善企业的创新环境。自1996年起,以《科学技术基本法》为依据,制定了5期科学技术基本计划,形成了较为完善的法律政策体系。同时,日本政府在人才、税收以及知识产权保护方面制定了完善的政策,为东京大湾区的科技创新活动提供了良好的制度环境^[7]。

(二)创新资本形成中心是“双区”建设的关键

建设粤港澳大湾区以及建设社会主义先行示范区最重要的一条,是落实国家创新驱动发展战略。《纲要》指出,深圳要发挥经济特区、全国性经济中心城市和国家创新型城市的引领作用,加快建成现代化国际化城市,努力成为具有世界影响力的创新创意之都;《意见》指出,深圳要率先建设体现高质量发展要求的现代化经济体系,到2025年,研发投入强度、产业创新能力位居世界一流,建成现代化国际化创新型城市。但科技创新始于技术,成于资本^[8],如何引导资本快速、高效流向高新技术企业,将有限资源配置给优质企业和行业,创造最大产出是创新资本形成的关键和目标^[9]。当前,有效资

本形成的重要任务,是引导金融资本向创新聚集,促进创新经济发展。

创新驱动发展战略需要资本市场支持。1990年,上海证券交易所和深圳证券交易所先后开业,成为中国资本市场发展的里程碑。经过近30年的发展,中国资本市场已经形成了包括主板、中小板、创业板和科创板等在内的多层次资本市场体系。截止2019年11月底,在深圳证券交易所上市的企业数量为2197家,总市值约22万亿元;在上海证券交易所上市的企业数量为1554家,总市值约33万亿元。沪深交易所总市值548654亿元人民币(含A、B股,以即时汇价折算,合7.84万亿美元左右),稳居世界第二位。

资本市场是重要的直接融资渠道,是金融创新与产业创新有机结合的产物,具有要素集成、筛选发现、企业培育、资金放大与风险分散等五大制度功能^[7],具有风险共担与利益共享的特点,服务实体经济尤其是创业创新型企业的能力强^[8]。在国家创新驱动发展战略引领下,企业创新具有高投入、高风险以及回报周期长等特征。因而,企业创新活动不但需要制度创新,还需要能够提供创新资源的高效的资本市场,需要大量资金为技术研发提供保障。资本市场具有创新激励与约束机制、价格发现、重组创新资源、风险分散及创新融资等功能^[9],因此,资本市场越发达,越能为企业创新活动提供投融资便利性和多渠道的资金支持,提高信息透明度和信息传递效率,从而实现企业创新资源的优化配置,为投资者提供符合其自身效用偏好的投资组合从而实现创新风险分散。在服务国家创新驱动发展上,中国资本市场仍然存在结构失衡、创新投资人才匮乏、创新投资市场化制度建设落后等诸多问题。创新驱动发展战略引领的企业创新,需要构建符合创新特征的资本市场体系,需要建立创新与资本有效融合的市场机制,创新资本形成将会在其中发挥关键作用。资本形成实质是将储蓄转化为投资、投资作用于生产的过程^[6],而创新资本形成的核心则是如何将资源有效配置给创新企业,推动科学技术创新快速转化成生产力的过程。

(三)培育“双区”创新资本形成中心已具备充

分的条件和优势

当前,“双区”在培育创新资本形成中心方面已经具备了完善的经济基础、人力资源基础和创新基础,“双区”金融业和资本市场蓬勃发展,与此同时,政府提供了宽松的政策环境和制度环境。

1.经济基础

粤港澳大湾区包括香港特别行政区、澳门特别行政区和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市、肇庆市(以下简称九市),总面积5.6万平方公里,是我国对外开放程度最高、经济最具活力的区域之一。2018年粤港澳大湾区GDP为108686.09亿元,相对于2008年增长了114.91%。2018年九市GDP为81048.50亿元,相对于2008年增长了170.65%。作为粤港澳大湾区核心城市的深圳,2018年GDP为24221.98亿元,相对于2008年增长了211.07%,具体见图1。香港和澳门地区经济发展同样成就显著,2018年香港GDP为28453.17亿港元,相对于2008年增长了36.54%,具体见图2;2018年澳门GDP为4162.35亿澳门元,相对于2008年增长了65.48%,具体见图3。

从总体经济规模上看,粤港澳大湾区与全球三大湾区相比较,已经较为接近纽约湾区和东京湾区,远远超过了旧金山湾区。不过在人均GDP上,粤港澳大湾区与三大湾区仍有不小的差距。经济规模是创新资本形成的重要影响因素,经济规模越大,流向创新产业的资源才会越丰富,从而越有利于创新资本形成效率的提升。

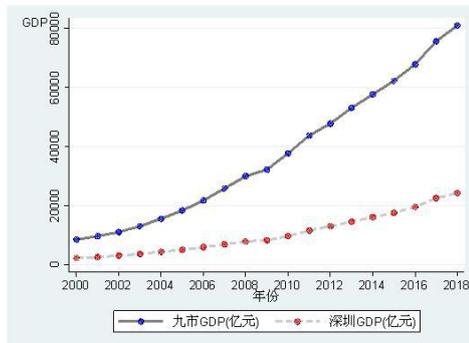


图1 九市与深圳市GDP规模变化趋势图

数据来源:根据 Wind 金融终端整理

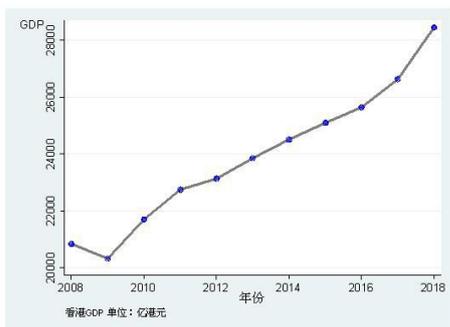


图2 香港GDP规模变化趋势
数据来源:根据 Wind 金融终端整理

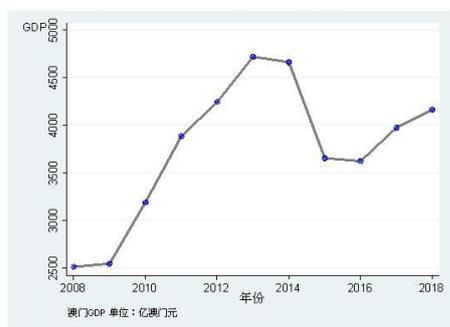


图3 澳门GDP规模变化趋势
数据来源:根据 Wind 金融终端整理

2. 人力资源基础

高素质人才集聚是“双区”强大创新能力的重要人力资源基础,也是培育创新资本的重要条件。粤港澳大湾区和深圳优越的人文环境和创新环境吸引了全国乃至全世界各类技能人才和科创人才的加盟。以深圳为例,2008年总人口为954.28万人,2018年总人口为1302.66万人,增长了36.51%;2018年户籍人口为454.7万人,总人口与户籍人口之间的差额为847.96万人(见图4)。对于香港和澳门地区,2018年香港总人口为748.25万人,相对于2008年的696.93万人,增长了7.46%;2018年澳门总人口为66.74万人,与2008年相比较,增长了22.89%。粤港澳大湾区和深圳市人口规模持续攀升,外来人口规模约来越大,为“双区”建设提供了丰富的创新人才和技能人才,是创新资本形成中心的人力资源保障。

粤港澳大湾区高等教育资源丰富,主要集中在广州市、深圳市和香港地区。香港高等教育发展一直位居亚洲前列。广东省高等教育发展水平位居中

国前列,2018年拥有167所高等教育阶段学校,其中普通本科院校67所,普通专科院校86所,成人高等学校14所。近年来,深圳大力发展高等教育和高职教育,清华大学、北京大学、哈尔滨工业大学、中国科学院、加州大学伯克利分校等一大批国内外著名高校和研究机构纷纷在深圳设立或合作成立分校或研究院,极大地改善了当地的人才培养环境。

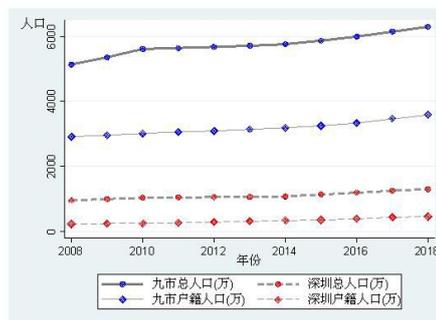


图4 九市与深圳市人口规模变化趋势
数据来源:根据 Wind 金融终端整理

3. 创新基础

粤港澳大湾区以及深圳市具有优越的科技创新基础,在高科技人才培养、科技成果转化以及产业集群打造上均有突出优势。近年来,粤港澳大湾区企业创新基础日益雄厚,无论是高新技术企业数量,还是研发经费投入均得到大幅度提升。广东省和深圳市大力发展高新技术企业,截止2018年,广东省高新技术企业数量达到33356家,居全国第一位;2018年深圳市新增国家高新技术企业3200多家,累计达1.44万家,总量仅次于北京,居全国第二位^③;2017年,广东省高新技术企业总收入59200亿元,其中深圳23278亿元;广东省高新技术企业科研活动人员136万人,其中深圳55万人;广东省高新技术企业R&D经费支出2204亿元,其中深圳1464亿元。

粤港澳大湾区高科技企业迅速崛起,后发优势明显。以华为、中兴、腾讯、大疆创新、网易和比亚迪等为代表的高科技企业,强化技术创新和研发投入,在追赶发达国家高科技巨头的过程中,核心技术差距逐渐缩小,在5G通信、互联网技术、无人机

应用等部分领域已处于世界领先地位。粤港澳大湾区雄厚的科创基础及不断涌现的创新力量将加快推动大湾区成为国际科技创新中心。

4. 金融中心优势

在粤港澳大湾区,香港是重要的国际金融中心,金融监管体系完备。香港银行业高度发达,全球百大银行超过7成在香港开设业务,银行业从业人员超过10万名;香港证券市场交易活跃,是全球最大的股票融资中心之一。香港是中国内地与境外资本连接的枢纽和桥梁,中国内地的外商直接投资和对外直接投资约2/3经由香港进行。深圳是另一个金融业和资本市场发达的核心城市。深圳证券交易所已经形成主板、中小板和创业板等不同层次的市场体系,已经初步发展成为全球最具特色的、服务于中小创新型成长型企业的多层次资本市场。近年来,深圳创新型企业家不断涌现,天使投资、创业投资、私募股权投资和夹层投资等风险资本快速成长,如深创投、达晨创投、同创伟业等一大批创投机构活跃在深圳风险资本市场。深圳已经形成一个充满活力的创新资本生态圈。

深交所创业板是一个很好的例子。深交所公开资料显示,截至2019年10月底,创业板公司数量占A股上市公司总数的20.96%,总市值5.71万亿元,占A股总市值的10%,超过9成企业为高新技术企业,7成以上属于战略性新兴产业,以新一代信息技术、生物医药、新材料等为代表的产业聚集效应明显。创业板公司IPO融资累计4053亿元,再融资3437亿元,累计股权融资7490亿元,累计完成重大资产重组418单,交易金额3845亿元,其中超过7成的并购符合国家产业升级的方向。创业板公司年均研发强度超过5%,拥有发明专利超3.5万项,103家公司曾获国家科学技术进步奖,117家公司拥有国家科技重大专项项目,科技成果转化成效显著。创业板发展10年来,在促进创新资本形成、助推经济转型方面发挥了积极作用。

5. 政策和制度优势

粤港澳大湾区处于“一国两制”背景之下,拥有3个关税区、3种法律体系和3种货币,自由贸易区、自由港、经济特区和特别行政区等经济区划和行政区划叠加,经济空间复杂而独特,为大湾区的

产业发展提供了更多机会和可能^[9](P5)。《纲要》指出,粤港澳大湾区建设要突出科技引领功能,把建设具有全球影响力的国际科技创新中心作为重要战略定位。《意见》要求深圳加快实施创新驱动发展战略,支持深圳强化产学研深度融合的创新优势,以深圳为主阵地建设综合性国家科学中心,在粤港澳大湾区国际科技创新中心建设中发挥关键作用。深圳市人民政府于2019年7月发布《深圳市加强港澳青年创新创业基地建设工作方案》,为港澳青年在深圳创新创业提供人才服务、融资支援等支持。深圳在税收方面也提供了优惠政策,比如对符合条件的境外企业按照15%税率征收企业所得税,对境外(含港澳台)人才个人所得税已纳税额超过工资薪金应纳税额15%的部分,由深圳市人民政府给予补贴。这些政策和措施成为“双区”打造创新资本形成中心的制度优势。

三、培育“双区”创新资本形成中心的路径

全球三大湾区高科技产业发展的历史表明,各国抢占高科技领域制高点的竞争实质上是创新资本形成效率的竞争。应该清醒地认识到,要打造全球领先的创新资本形成中心,尽管“双区”已经具备良好的基础和有利条件,但仍存在不少阻碍资本形成的体制机制障碍。必须坚持市场化、法治化和国际化的改革取向,加大改革力度,加快完善有利于创新资本形成的要素机制,促进资本市场与创新企业的深度融合。

(一) 加快推进创业板改革并试点注册制,建设融资功能完备、基础制度扎实的中小企业资本市场

2019年2月22日,习近平总书记在主持中共中央政治局第十三次集体学习时重申2018年中央经济工作会议精神,强调要通过深化改革,打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。要在“双区”打造创新资本形成中心的战略高地,重点是要发展以创业板为主体的中小企业资本市场。

我国创业板市场自2009年开板以来发展迅猛。截止2019年11月底,创业板上市公司共有

787家,总市值约为5.89万亿,约占深圳证券交易所上市公司总市值的26%。一大批高成长且富有竞争力的新兴产业公司在创业板上市,推动了产业转型升级,成为实施创新驱动发展战略的重要力量。然而,创业板现行制度已经无法适应当前大批创新企业的融资需求,资本与科技创新之间通道仍不顺畅,创业板制度变革刻不容缓。

第一,借鉴纳斯达克上市制度改革和科创板试点注册制的增量改革经验,进一步提升创业板的包容性和覆盖面。20世纪80年代以来的30多年间,美国纳斯达克市场先后3次改革(降低)上市标准,提供分层差异服务,打造优势行业板块,以适应新经济新产业发展的时代需求^[9]。科创板设置了与其他市场板块完全不同的上市标准,允许存在未弥补亏损、未盈利企业上市,突出“市值”指标,并组合收入、现金流、净利润和研发投入等财务指标,设置5套差异化的上市标准,供拥有硬核科技的科创企业选择。截至2019年11月,在已经受理的179家公司中,其中有149家企业选择第一套上市标准,6家企业选择第二套上市标准,1家企业选择第三套上市标准,14家企业选择第四套上市标准,6家企业选择第五套上市标准,3家企业选择差异表决权/红筹企业适用的第二套“市值+收入”指标^④。创业板应借鉴科创板制度设计的经验,进一步推进上市制度改革,简化上市流程,降低上市门槛和上市成本,大幅提升对创新型成长型企业的制度包容性,探索构建更加适合新技术、新产业、新业态、新模式的创新创业企业发展特征的注册制新股发行制度体系。

第二,优化再融资、并购重组制度,增强创业板的活力。2019年11月,中国证监会就修改《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》等再融资规则公开征求意见,拟针对创业板公司取消“连续两年盈利”“资产负债率高于45%”等要求,进一步增强创业板再融资制度的包容性和覆盖面。创业板要积极落实再融资新规,应进一步完善创业板首创的允许“不保荐不承销”的“小额快速”定向增发机制和并购机制,充分给予市场主体更大的自主空间,重点支持以产业融合为导向的并购重组,助力优质公司成长壮大,提升创业板的活力和吸引力。

第三,完善创业板退市制度,加快形成常态化

的市场优胜劣汰机制。科创板制定了重大违法类、交易类、财务类及规范类等4类强制性退市标准,大大简化了退市环节,取消暂停上市和恢复上市程序,对应退市的重大违法类等企业直接退市,将有助于重塑市场预期和定价机制。创业板应充分借鉴科创板退市制度,补齐退市制度短板,形成进退有序、自我净化的市场格局。

第四,试点转板制度,实现深圳多层次资本市场之间的有效衔接。纳斯达克市场的分层差异服务主要有3个层次,从高到低分别是全球精选市场、全球市场和资本市场,各层次之间按一定条件可以实现转板。创业板在改革中可以试点分层,使各类创新型成长型企业可基于自身特征或需求选择相应层次挂牌,实现错位发展。上市企业只要满足其他层次的相应标准,就可以灵活地在各层次市场之间转板。进一步的,李金甜等人发现,新三板企业退出做市转让的原因主要为摘牌、筹划IPO、实现大宗交易及提升估值和流动性^[10],因此,在新三板市场完善交易制度、提高市场流动性的基础上,创业板的转板制度要与新三板市场精选层或创新层的转板机制对接,实现场外市场和创业板的有效连通,为场外市场的优质创新型转板企业挂牌上市打开绿色通道。再进一步,鼓励区域股权市场向新三板转板,提升转板公司的融资效率和规模效率^⑤,更好地发挥多层次资本市场的有机整体效应。

(二)积极培育创业资本,打造一流的创新资本生态体系

与境外成熟市场相比,我国资本市场生态结构失衡,市场参与者行为存在种种乱象。优化资本市场生态的措施,主要靠深化改革,加强监管,放松管制,以激发市场活力^⑥。目前,新一轮产业变革蓬勃兴起,5G通信与人工智能、大数据与云计算、区块链与金融科技等新技术带来的数字经济革命正席卷全球。“双区”建设中要重视培育风险投资等创业资本,构建有广度、有深度、有活力的创新资本生态圈。

第一,扶持风险投资市场发展,促进风险投资向创新创业资本转化。创新具有高风险、高投入和高回报的特征,风险投资市场作为多层次资本市场

的重要组成部分,正是为迎合高新技术企业的需求而生的。风险投资是创新成果转化与产业化的助推器,是适应创新驱动发展的一项重要制度安排,能够解决企业“最先一公里”的资金来源问题^①。一方面,“双区”建设中要更好地发挥政府种子基金的引导作用,以财税政策鼓励天使投资、创业投资、私募股权投资和夹层投资等风险资本发展壮大;另一方面,优化创业板、科创板等场内市场的减持制度,在不影响二级市场基本稳定的前提下适当放宽场内减持退出制度。同时,鼓励协议转让,在深圳形成进入门槛不高、退出渠道畅通的风险投资市场,为创新资本形成提供源源不断的活水。

第二,推动区域股权市场改革与发展,夯实创新资本形成的根基。区域股权市场处于多层次资本市场的底层,是距离创业企业最近的市场。深圳高新技术产权交易所、深圳前海股权交易中心和广州股权交易中心等区域股权市场已经具备一定规模,并形成了自己的发展特色。“双区”建设中要积极推动区域股权市场试点制度和业务创新,彰显区域特色,以财税优惠政策吸引诸如区块链、金融科技行业等创业公司落户,吸引创新资本流入,把深圳打造成国际领先的金融科技中心。

(三) 稳步推进金融市场开放,促进“双区”市场连通与要素融合

在贸易摩擦的背景下,我国金融业正自主加大开放步伐。2019年7月20日,国务院金融稳定发展委员会办公室宣布了11项金融业进一步对外开放的政策措施,其中引人注目的是将于2020年取消证券公司、基金管理公司、期货公司外资持股比例限制。在“双区”建设中,要借国家金融业对外开放的东风,加快区域内金融市场特别是资本市场的开放与一体化进程。

第一,进一步完善区域内金融市场互联互通机制。目前“深港通”每日额度已经比2016年12月初开通时扩大4倍,“债券通”也于2017年7月开启。要加强区域内金融市场的互联互通,应研讨“深港通”继续扩大互联互通的产品线和增加“债券通”规模,继续完善香港基金与内地互认服务平台,推动区域内资本、人才、技术、服务等要素更自由地流

动,促进金融市场要素融合。

第二,探索人民币国际化改革试点,为创新资本形成打通国际通道。深圳先行示范区毗邻港澳,是我国对外开放最前沿的地区,开展人民币国际化的探索试点具有先天优势。一是推行人民币国际化先行先试,扩大以人民币计价结算的贸易往来;二是扩大人民币计价的跨境金融产品开发,推动更多跨境债券、指数产品和跨境ETF产品挂牌;三是继续完善跨境资本服务平台。深交所于2016年启动创新创业投融资服务平台(V-Next)建设,近年来为数百家境外企业提供了路演和信息对接服务。未来要面向港澳,为港澳地区科创企业融入内地高科技产业链提供全方位服务。

第三,打造全球领先的财富管理中心。粤港澳大湾区是全球最具特色的第四大湾区,高科技产业链、经济发达城市群、国际休闲娱乐中心、国际及区域金融中心等在此汇集。同时随着低利率和老龄化时代的到来,巨大的资产管理和财富管理需求将必然出现。深圳作为先行示范区,要把握时代发展趋势,引导财富管理需求与产业升级资本需求对接,实现财富管理与创新资本形成的良性循环。

注:

- ① 参见2019年11月22日国家统计局发布的《国家统计局关于修订2018年国内生产总值数据的公告》。
- ② 参见WFE-World Federation of Exchanges(世界证券交易所联合会)月报,2019年11月。
- ③ 参见杜艳.深圳国家高新技术企业达1.44万家[N].南方日报,2019-01-15(A07)。
- ④ 参见尹中立,张运才.科创板的“成绩单”[J].中国金融,2019,(24):76。
- ⑤ 参见潘越.区域股权市场转板至新三板公司的融资效率研究——基于齐鲁股权交易中心20家转板公司的分析[J].证券市场导报,2018,(9):4。
- ⑥ 参见杨宗杭,曹硕,杨琨,等.我国资本市场生态的特点、问题及优化路径[J].证券市场导报,2019,(5):4。

参考文献:

- [1] 李建伟.中国经济增长四十年回顾与展望[J].管理世界,2018,34(10):11-23.
- [2] 洪俊杰,商辉.中国开放型经济发展四十年回顾与展望[J].管理世界,2018,34(10):33-42.

- [3] 刘彦平,李超,黄浩,等. 四大湾区影响力报告[M].北京:中国社会科学出版社,2019.
- [4] 杨东亮,李春风. 东京大湾区的创新格局与日本创新政策研究[J].现代日本经济,2019,38(6):80-92.
- [5] 辜胜阻,吴华君,吴沁沁,等. 创新驱动与核心技术突破是高质量发展的基石[J].中国软科学,2018,(10):9-18.
- [6] 彭兴庭,卢晓珑,卢一宣,等. 全球大湾区资本形成机制比较研究[J].证券市场导报,2019,(3):4-12+22.
- [7] 辜胜阻,曹誉波,杨威. 科技型企业发展的多层次金融支持体系构建[J].商业时代,2011,(22):77-78+102.
- [8] 辜胜阻,庄芹芹. 资本市场功能视角下的企业创新发展研究[J].中国软科学,2016,(11):4-13.
- [9] 廖士光,缪斯斯,张晓斐,等. 纽交所和纳斯达克上市制度变迁及启示[J].证券市场导报,2018,(1):13-20.
- [10] 李金甜,郑建明,王怡彬. 新三板企业退出做市转让:“情非得已”还是“心甘情愿”? [J].证券市场导报,2019,(1):11-19.
- [11] 辜胜阻,曹冬梅,杨媚. 构建粤港澳大湾区创新生态系统的战略思考[J].中国软科学,2018,(4):1-9.

【责任编辑:龚紫钰】

Innovation Capital Formation: Primary Objective and Construction of “Two Areas”

HU Yao-ting¹, CHEN Zuo-hua²

(1. Research Institute of Shenzhen Stock Exchange, Shenzhen, Guangdong, 518038;

2. School of Accounting, Shandong University of Finance and Economics, Jinan, Shandong, 250014)

Abstract: At present, international trade frictions keep flaring up and are likely to continue for a long time to come. Destabilizing factors affecting global economic growth are on the increase. China's economy is facing great challenges in the process of shifting to high-quality development. In recent years, the CPC central committee has launched two national strategies, namely, the construction of Guangdong-Hong Kong-Macao Greater Bay Area and the pilot demonstration area for socialism with Chinese characteristics (hereinafter referred to as the “two areas”), as major plans for implementing the strategy of innovation-driven development. The primary objective of the construction of the “two areas” is to cultivate the Guangdong-Hong Kong-Macao Greater Bay Area and Shenzhen as an innovation capital formation center. Currently, this region is pretty well-prepared for this objective in terms of economy, human resources, and innovation capacity, and also has an edge in policy and institution, and advantages of being a financial hub. To build a world-leading innovation capital formation center, it is necessary to construct a transparent, open, dynamic and resilient multi-level capital market, to accelerate the reform of Chinext and launch pilot projects in the registration system of IPO Stocks, promote the development of the venture investment market, to a first-class ecosystem for innovative capital, to steadily open up the market, and to push forward the connectivity and factor integration within the “two areas” region.

Key words: innovation capital; capital formation; the Guangdong-Hong Kong-Macao Greater Bay Area; pilot demonstration area; the reform of Chinext; venture capital; opening up of finance industry