



资本市场的新底层逻辑



作者：张奥平 经济学家、创投专家，增量研究院院长

自 2019 年 7 月 22 日科创板试点注册制以来，近两年多的时间，中国的资本市场正在经历一场史无前例的大变局，变局的核心是制度。这场制度改革正在重塑中国资本市场的价值体系。无论是站在投资端或是企业融资端来看，处在新周期中的中国资本市场，正在走向一个更加市场化、法治化的新阶段。如果用过去的目光，去看资本市场现在与未来的价值，用微观的视角去理解资本市场的新周期，参与市场的投资与融资，必然产生很大的价值误判。

一方面站在企业的融资端角度来看。无论是 2019 年的科创板试点注册制、2020 年存量市场创业板注册制改革，还是 2021 年 9 月 2 号提出深化新三板改革，设立的北交所。背后的本质核心是资本市场彻底打开了优秀企业，可以实现直接融资资本化的大门。这里讲的并不仅是实现 IPO 融资。而是伴随着企业 IPO 财务门槛的降低，从而带动整个上市前的股权融资生态产生新的资金增量。

未来，对于优秀的企业来讲，尤其是创新型的企业，其资本价值的体现会成为“标配”。过去评判一家企业是否有价值，是看企业总资产规模，营收和利润等。而在资本市场的注册制时代，再去评估一家企业是否有价值，是看是否有资本给予其定价。

这两点中最本质的不同是资产规模、营收和利润等是代表企业过去的价值体现。而是否有资本给予定价，是否有投资机构真金白银的投了你，

则代表企业未来的价值成长预期。当然，这不是说一定要实现股权融资，一定要实现 IPO。

如果企业具备充足的现金流，能够实现长期稳定的发展。那么，融不融资一点都不重要。重要的是有投资机构，认可企业的价值，愿意投资，主动权要在自己手里。因为投资机构的钱，始终是要退出的，不是慈善公益，它们愿意投，这背后就代表了企业在资本视角下是否具备充足的成长性。

那么，为什么过去不是用这样的方式来评估企业的价值呢？其主要的原因是过去资本市场和大量的企业没有任何关系。中国目前有 4600 万家企业，但是上市公司只有 4500 多家，也就是 9999/10000 的企业，与资本市场无关。过去中国产业发展中，大量的资金来源是通过银行等间接融资的方式实现，融资结构中间接融资占比达到 70% 以上。当然，这是过去经济发展的底层支撑动能所决定的，过去的底层动能是基建、地产、中低端制造业，背后是钢筋混凝土、土地、厂房、设备，是固定资产，其最高效的融资方式是将资产抵押银行，进行债权融资。这些固定资产也不具备资本价值成长预期，难以实现股权融资，简单来讲就是投资机构投了你，成为你股东后，手里握着你这些无法资本化的资产，无法实现退出、变现。

而中国经济在高质量发展的新阶段，底层动能也正在重置。科技创新成为最为核心的动能。科技创新与地产、基建等等融资方式正好相反，创新型企业难有大量的固定资产作为抵押实现债权融资，但其创新发展与高

成长能力，是资本、股权投资机构最为看重的。

要注意的是，不是间接融资就不好，直接股权融资就一定好，这一切都是底层发展动能，产业结构转换所决定的。中国要实现科技强国，必须有创新产业生态支撑，创新产业生态在微观视角下就是这些创新型的中小企业，所以高层一直强调要大力发展直接融资市场，因新动能、新产业需要更多的直接融资支持。

而发展直接融资市场的核心，就是资本市场 IPO 的大门朝哪开、开多大、怎么开的问题。资本市场 IPO 的大门朝科技创新开，那么必然会带动一级市场股权投资机构的更多资金涌入科技创新赛道，二级市场重点交易的也将都是科技创新型的资产；IPO 的大门开大一些，就能支持到更早期的创新企业融资发展，就像目前北交所的门槛，就是把门再开的大一些；而怎么开最重要，我们监管层一直在强调，建制度、不干预、零容忍，法治化建设是核心。因为大门打开，监管就必然需要更为严格，处罚、退市等制度都需要逐步升级，市场才能形成“有进有出、良性循环”的发展生态。

而另一方面就是站在投资端的角度来看。我个人认为过去投资者亏钱是很有道理的。一是因为市场自身的原因，整个市场上市公司的质量是参差不齐的。因为，过去上市公司的筛选机制并不完善，并不是由市场的资金端来进行筛选。而另一方面是投资者的投资心态惯性所造成的。过去的投资，本质更多的是投机。我们习惯于“炒小、炒差、炒新、炒壳”。而

未来的资本市场，在全面注册制改革的大的趋势之下。非理性的投机必然越来越少。

第一点是资本市场的大门正在逐步的打开，未来会有更多具备高增长能力的创新型中小企业实现登陆资本市场融资发展。对于个人投资者而言，选择个股的难度一定会更大。而创新型的中小企业具备高增长能力的同时，也具备更大的风险。

第二点。上市公司的资本价值也会迎来一个很大的分化，目前来看是二八分化，未来会一九分化。这点我们可以去看同样运行注册制的美股市场和港股市场，基本上都是头部的前 20% 的公司，占到了整个市场 90% 的市值和 90% 的流动性。所以，过去我们习惯去炒小差新壳，未来这种投机的机会会彻底消失。

炒新、炒小面临的是破发的常态化，资本价值一九分化；炒差、炒壳在退市新规下面临的是公司直接被退市。所以，未来整个资本市场的投资端会向着更为理性的方向发展，这里有些是投资思路的主动转换，有些是被动出清。整个资金端的结构也会出现转换，机构投资者会逐渐成为市场

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28374

