



博士金融学丛

资本市场与企业自主创新 ——推动机制与实现平台的研究

张晖◎著

CAPITAL MARKET AND ENTERPRISES' INDEPENDENT INNOVATION
STUDY ON INCENTIVE MECHANISM AND REALIZATION MECHANISM

 中国金融出版社

博士金融学丛

资本市场与企业自主创新

——推动机制与实现平台的研究

Capital Market and Enterprises' Independent Innovation

——Study on Incentive Mechanism and Realization Mechanism

张 晖 著



中国金融出版社

责任编辑：张 铁

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场与企业自主创新：推动机制与实现平台的研究 (Ziben Shichang
yu Qiye Zizhu Chuangxin: Tuidong Jizhi yu Shixian Pingtai de Yanjiu) / 张晖
著. —北京：中国金融出版社，2013. 11

(博士金融学丛)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7185 - 2

I. ①资... ②资本市场—关系—企业管理—技术革新—
研究 IV ①F273.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 251754 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 12.25

字数 205 千

版次 2013 年 11 月第 1 版

印次 2013 年 11 月第 1 次印刷

定价 28.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7185 - 2/F. 6745

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

本书受以下项目资助：

上海市教育委员会重点学科（第五期），金融学 J51601

上海市教育委员会一流学科（B 类）培育，应用经济学

总 序

2008 年那场发生于大洋彼岸波及全球的金融危机似乎还在持续发酵。这场危机让我们体会到了金融是经济的核心的深刻内涵，那就是金融必须引领经济发展，但金融决不能离开实体经济太远。这场危机让我们感受到了金融中心的巨大魅力，那就是及时纠错、适时调整的体制机制，以及引领其他金融体系走出危机的示范效应。这场危机让我们更坚定了对建设金融中心的决心和信心。

2009 年，国务院发布了《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》的文件，明确了上海建设国际金融中心和国际航运中心。《上海市国民经济和社会发展规划第十二个五年规划纲要》中提出：到 2020 年上海要基本建成与我国经济实力和国际地位相适应、具有全球资源配置能力的国际经济、金融、贸易、航运中心，基本建成经济繁荣、社会和谐、环境优美的社会主义现代化国际大都市，为建设具有较强国际竞争力的长三角世界级城市群作出贡献。党中央、国务院结合上海的发展形势，提出了上海建设国际经济、金融、贸易和航运中心“四个中心”，并将此确立和提升到国家的重要发展战略的层面上。

2013 年 2 月，在上海市十四届人大一次会议上韩正书记明确提出了国际金融中心在上海“四个中心”建设中居于核心地位，全面推进上海国际金融中心建设成为上海“四个中心”建设和社会主义现代化国际大都市建设的核心。目前，上海国际金融中心建设取得了重要进展，2012 年前三季度，上海市金融业增加值 1667.3 亿元，同比增长 12.1%，占全市同期 GDP 的 11.6%。金融市场交易快速增长，2012 年 1 月至 11 月，上海金融市场交易总额为 477.8 万亿元，同比增长 26.8%。金融市场融资功能稳步提升，2012 年 1 月至 11 月，上海金融市场直接融资额达 3.5 万亿元，同比增长 31.3%。截至 12 月末，上海市已有 101 家小贷公司获批设立，2012 年累计放贷 711.7 亿元，贷款余额为 149.8 亿

元；80家融资性担保机构审批通过，融资性担保余额近450亿元。2012年主要市属机构的规模和经营实力也进一步提升，截至2012年三季度末，上海市属14家金融机构总资产为5.2万亿元，比2011年末增加15.2%，营业收入和净利润分别达到2331亿元和460亿元，同比增加12%和9.5%。2012年1月至11月，上海全市金融业共实现税收收入838.6亿元（不包括证券交易印花税），同比增长15.2%，占上海市税收总量的11.8%。

作为一所地处国际金融中心建设腹地并且具有60余年金融教育悠久历史的院校，上海金融学院旗帜鲜明地确立了以金融学科为核心，以培养卓越金融人才为目标，积极响应与主动对接上海国际金融中心建设的需要，力争为上海国际金融中心建设添砖加瓦。上海金融学院国际金融学院作为学校金融学科建设与研究的主力军，有责任、也有义务为推动金融学科的建设与发展作出相应的努力，为上海国际金融中心的建设奉献自己的力量。

目前国际金融学院正承建上海市教育委员会金融学重点学科建设项目（J51601）和上海市应用经济学一流学科建设（培育）项目。通过该项目的建设，国际金融学院不仅希望促进本学院更好地发展，更重要的是希望推进金融学科的完善和金融问题研究的深化，锻造一支高素质的金融专业教师队伍，并以此强化应用型金融人才的培养。

近年来，学院的年轻博士活跃在金融教育、金融研究的第一线，他们在金融产品、金融市场、金融制度等方面都作出了具有各自见解的研究，其成果对于丰富当前金融问题的研究，具有一定的补充作用；对于推进上海国际金融中心的建设，具有重要的参考与借鉴价值。为此，我们将他们的研究成果集结为一套“博士金融学丛”，以成果专著的形式公开出版。希望“博士金融学丛”的出版能激发大家对金融理论的进一步探讨，对金融实务的进一步创新，借以提升人们对金融中心建设的使命感、责任感。

贺 瑛
2013年2月

摘 要

中国经济经过了 30 年的高速增长，经济规模已经进入世界经济大国的行列，经济的竞争力也有所提高。然而，中国经济能否持续增长，竞争能力也进入世界经济强国之列，是一个重要的现实问题。大量的研究表明，创新是经济长期增长的一个最重要的决定因素。我国经济要由大国转向强国，保持持续增长的势头，必须改变原有的经济增长模式。即以廉价的资源优势追求规模扩张、粗放型的经济增长，转向以技术创新为基础，不断提升自主创新能力、集约化的经济增长模式。问题是为什么我国的经济主体——企业不愿意创新，或者说为什么创新的推进速度这么慢。理论与实践表明，创新的重要基础是投入，是对实物资本和人力资本的持续投资。这种投入往往不仅规模大，持续性强，而且投资回报率很难估算。正因为如此，过去简单地依靠政府投入，导致在规模和使用效率上都无法有所突破。只有在市场经济环境下，依靠市场的力量才能改变这一局面。

事实上，在我国经济高速发展的过程中，经济的增长模式正朝着集约化方向发展，而且这种转向日益明显，速度日益加快。表现在宏观政策上，我国在“十一五”发展规划和中长期科学和技术发展纲要中都明确和强调了未来经济发展的重点是提高自主创新能力。具体措施上，近年来不断加强科技投入，尤其是加强对自主创新的投入。而从市场背景看，经过 30 年的经济发展，我国已经基本构建起较完善的市场体系，特别是金融体系日趋健全。不仅建立了资本市场，而且得到了迅速的发展。资本市场的规模已经成为经济的“晴雨表”，资

本市场的结构也朝多层次方向发展，市场有效性日益提高，市场功能逐步完善并提升。

因此，良好的政策环境与市场环境，都有力地证明了我国经济的转型已经开始，未来经济的发展有赖于增长模式的转变。而如何推动这一模式的有效转变，是理论研究者关注的重点。本书就是在这样的背景下，从研究企业自主创新与资本市场入手，论证资本市场与企业自主创新的关系及发挥的作用。认为资本市场的推动机制与企业自主创新的核心要素匹配，充分发挥资本市场资本供给、价格发现与风险分散机制，可以从根本上促进企业自主创新的深入推进，继而探究资本市场促进企业自主创新的实现机制，建设三大平台——融资平台、激励平台和集聚平台。

文章除导论外，大致分为六个部分。第二章，资本市场促进企业自主创新的理论论证深入剖析了企业自主创新的基本要素及企业是自主创新的重要主体。从金融角度探讨了企业自主创新收益与风险的市场表现。详细阐述了资本市场的两大推动机制：一是资本供给机制，二是价格发现和风险分散、管理机制，以及这两大机制是如何在促进企业自主创新中发挥功效的。

第三章是在第二章理论论证的基础上，采取实证检验的方法，对我国企业自主创新的产出与投入要素进行检验，得出资本要素、人力要素与企业自主创新的相关性，尤其是资本要素对企业自主创新有着更强的贡献度。而人力要素的贡献更多地从人力的质量水平提高上得到反映。其次是检验了我国资本市场与企业自主创新的关系，检验了资本市场资本供给机制，以及价格发现、分散风险机制如何在企业自主创新中发挥作用的。

通过理论论证与实证检验，总体上论证了资本市场对企业自主创新的促进作用，继而从更深层次上提出了资本市场促进企业自主创新的实现机制，通过完善资本市场功能体系，构建资本市场促进企业自主创新的三大平台。

所以，第四章分析探讨了资本市场的融资功能如何促进企业自主

创新，以及我国资本市场融资功能在促进企业自主创新上的优势与缺陷。论证中不仅从融资成本视角进行了分析，而且更多地从资本市场融资的稳定性与易得性角度进行了探讨，更针对于企业自主创新不确定性、风险性等特征。从而得出资本市场融资平台的建设可以直接促进企业自主创新。

第五章是基于第二、第三章的论证得出的，企业自主创新既是资金密集型活动，也是技术密集型活动。分析了资本市场对于创新人力资本的激励是长期的，提高人力资本整体水平为目的等基本特征。探讨了资本市场的激励功能如何通过促进人力资本，提高人力资本的内在能力来推动企业自主创新。同时就我国资本市场的激励功能进行解析，找出了我国资本市场激励功能在促进企业自主创新上不显著的根本原因。

第六章分析了资本市场的集聚功能，以及集聚功能促进企业自主创新的原因，对我国资本市场集聚功能与企业自主创新的作用进行了简单的实证检验，得出了我国资本市场的集聚功能对企业自主创新已有一定的积极作用，但正效应并不十分显著的结论。

第七章对全书进行了总结，并有针对性地提出了如何发挥我国资本市场促进企业自主创新作用的思路，对我国资本市场体系完善、功能健全、效率提高等方面提出了相应的政策建议。

关键词：企业 自主创新 资本市场 推动机制 实现机制 融资平台 激励平台 集聚平台

Abstract

After rapid growth over past 30 years, China's economy has surged as one of world's super powers in term of scale, the competitiveness of the economy also improved. However, it remains to be seen if the current China's economic growth model is sustainable and if China's economy can reach the superpower level on the aspect competitiveness as well. A large number of studies have shown that innovation is one of the most important determinants for long-term economic growth. China must change the existing model of economic growth in order to be strong instead of continuing to be taken as a chunky economic entity and to maintain the momentum of sustained growth. This is also to say that extensive economic growth with low-cost resources pursuing scale expansion should shift to intensive model of economic growth based on technological innovation and on continually enhancing the capability of independent innovation. But the problem rests with why the economic agents in our country are not interested in innovation, or why it's so hard to push forward innovation activities in our country. Theories and practices indicate that the fundamental factor of innovation is inputs, is the continued inputs in physical capital and human capital. Such inputs are often not only large-scaled but also over a long period, and the return on investments is difficult to estimate. That is why, in the past, innovations simply rely on government investment, which results in small scale and low efficiency. The only way to change this situation is to rely on market forces in a market economy environment.

In fact, in the course of China's rapid economic development, economic growth pattern is moving in the direction of intensive development, and this transfer is more and more obvious and fast. As a macro-policy, both the eleventh "Five-year" development plan and long-term scientific and technological development program

clearly emphasized that improving the ability of independent innovation is a priority in future economic development. Specific measures are also being carried out, the scientific and technological inputs have been strengthened in recent years, the input of independent innovation is especially so. From a market background, after 30 years of economic development, China has basically built a relatively complete market system. As a part of this market, financial system is becoming increasingly sophisticated and healthy. We have established capital markets and witness its fast development. The size of capital markets has become the economy's "barometer", the capital markets structure evolves into a multi-level model with market efficiency enhanced and market function gradually improved.

The current improved policy environment and market environment are the strong evidence that marks the beginning of China's economic transformation, and future economic development would rely on the transfer of present growth model. But how to effectively promote the change of this development model is the the focus of theoretical researchers. The article, in this context, starting with the research of independent innovation and capital markets, demonstrates the relationships between capital markets and enterprises' independent innovation and the role played by capital markets on independent innovation. We think the original mechanism of capital markets matches well with the core elements of corporate innovation. By making full use of the role of the capital supply by capital market and mechanisms of price discovery and risk diversification, enterprises can fundamentally push forward independent innovation. I then explore the realization mechanism of capital market's promoting enterprise independent innovation, which means the construction of three major platforms, namely financing platform, incentive platform and gathering platform.

In addition to introduction, the paper divides into six parts. Chapter two, the theory on how capital markets promote enterprise innovation presents an in-depth analysis of the basic elements of enterprises' independent innovation and indicates that enterprises are the primary subject of independent innovation. And in this part, we also discuss the market performance of the benefits and risks of enterprise independent innovation from a financial point of view. In the rest of this section, two primary mechanisms for the capital market are elaborated on, one is capital supply mechanism;

the other is price discovery, risk diversification and management mechanism, At last, I analyze how these two mechanisms play an active role in encouraging enterprises' innovation activities.

The third chapter, on the basis of theoretical argument of the second chapter, takes an empirical test on input factors and output of Chinese enterprises independent innovation. We find the correlation between capital factor, human factors and enterprise independent innovation, and a stronger contribution degree of capital factor for enterprises independent innovation, while the contribution of human factors reflects more from the raise of the quality of human force. Secondly, we test the relationships between capital market and enterprises independent innovation and how the capital supply mechanism of capital markets, price discovery and risk diversification mechanism work for enterprises independent innovation.

Through theoretical argument and empirical testing, overall, the paper demonstrates the capital markets active role in promoting independent innovation, presents from a deeper level the realization mechanism of capital markets acting to promote enterprises independent innovation, and advocates to build three platforms of the capital market to promote enterprise independent innovation through improving the functioning system of capital market.

The fourth chapter analyzes how the financing function of capital market help promote enterprises independent innovation, as well as the strengths and weaknesses of this financing function for promoting independent innovation. The Argument, not only analyzes from the perspective of financing costs, but also from a point of view of financing stability and accessibility of the capital markets, moreover we probe into the uncertainty, risk and other characteristics of enterprises independent innovation. We, therefore, find that the construction of a capital market financing platform can directly contribute to enterprises independent innovation.

Chapter five, based on the arguments in chapter two and three, concludes that enterprises independent innovation is not only capital-intensive activities, but technology-intensive activities. We analyze some basic features of capital market such as that its incentives for human capital in innovation have a long-term effect, its aim is to raise the overall level of human capital, etc. We also discuss the incentive function

of capital markets about how to promote human capital, and how to improve the inherent ability of human capital so as to drive forward enterprises independent innovation. At the same time, we analyze the incentive function of China's capital market, and identify some fundamental causes why the incentives function of China's capital market are not significant in promoting enterprise independent innovation.

Chapter six discusses the gathering function of capital market, and the reasons for gathering function to promote enterprise innovation. I conduct a simple empirical test on the effect of gathering function of China's capital market on enterprises independent innovation, and come to a conclusion that the gathering function of China's capital market have an active effect on enterprises independent innovation, but the positive effect is not very significant.

In Chapter seven, all the contents of this paper are summarized, and I accordingly propose some new ideas on how to make China's capital market work well for promoting enterprise independent innovation. I also provide some policy recommendations aimed to enhance the system, functions and efficiency of China's capital market.

Key Words: Enterprises, Independent innovation, Capital market, Incentive mechanism, Realization mechanism, Financing platform, Encouraging platform, Gathering platform

目 录

第一章 导 论	1
第一节 研究背景	2
一、企业的自主创新推动着经济的持续发展	2
二、企业自主创新需要资本市场的支持	4
三、企业自主创新与资本市场的结合是企业未来发展的关键	6
第二节 资本市场促进企业自主创新研究文献综述	7
一、创新与自主创新	7
二、资本市场与企业自主创新关系研究	12
三、综述的评论和本文的研究指向	15
第三节 问题提出与研究方法	17
一、提出问题	17
二、研究的方法	17
三、研究思路	18
第四节 本书的逻辑框架与研究创新	19
一、研究结构安排	19
二、研究的创新与不足	20
第二章 资本市场对于企业自主创新促进机制研究	21
第一节 企业自主创新的要素与载体分析	21
一、企业自主创新的要素	21
二、企业自主创新的载体	25
第二节 企业自主创新的特征分析	26
一、企业自主创新的基本特征	26
二、企业自主创新的收益与风险规律	30

第三节 资本市场促进企业自主创新的机理分析	33
一、资本市场促进企业自主创新的推动机制	33
二、资本市场促进企业自主创新的实现机制	39
三、资本市场促进企业自主创新的实现条件	43
本章小结	45
第三章 资本市场促进企业自主创新的实证检验	46
第一节 我国企业自主创新的现状与检验	46
一、我国企业自主创新情况概述	46
二、我国企业自主创新情况的量化分析	53
第二节 资本市场与企业自主创新的关系检验	59
一、我国资本市场概况与检验对象的选择	59
二、检验指标的确定	61
三、资本市场和企业自主创新的关系检验假说	63
四、资本市场与企业自主创新的回归检验	67
第三节 我国资本市场与大中型企业自主创新的检验	72
一、变量选择与数据来源	72
二、相关性检验	72
三、回归检验及检验结果	73
本章小结	75
第四章 资本市场促进企业自主创新实现机制之一——融资平台	76
第一节 企业自主创新中的资金供求关系	76
一、企业自主创新中资金的需求	76
二、企业自主创新中的资金供给	78
三、企业自主创新资金供求特点	79
第二节 资本市场融资成本的优势分析	80
一、融资成本的分类与特点	80
二、我国外源融资中融资成本高低比较	82
三、资本市场融资成本的其他显著优势	84
第三节 企业自主创新的不确定性和资本市场融资稳定性与易得性	89
一、不确定性的内涵与影响因素	89

二、减少企业自主创新不确定性的条件和资本市场的作用	90
三、企业资本市场融资的稳定性分析	94
四、企业资本市场融资的易得性分析	95
本章小结	100
第五章 资本市场促进企业自主创新的实现机制之二——激励平台	101
第一节 企业自主创新与人才要素	101
一、自主创新与企业家	101
二、企业家创新精神不足的表现	103
第二节 企业自主创新中的激励机制	104
一、激励与激励机制的概念	104
二、企业自主创新中的激励机制	105
三、股权激励及其特点	107
四、股权激励与企业自主创新的关系	110
第三节 我国股权激励实施现状与企业自主创新的检验	115
一、我国股权激励实施概况	116
二、实施股权激励公司的企业自主创新状况	121
三、股权激励对于企业自主创新的影响	125
本章小结	127
第六章 资本市场促进企业自主创新的实现机制之三——集聚平台	129
第一节 资本市场的集聚功能	129
一、集聚的概念	129
二、资本市场集聚的特征	131
三、资本市场集聚功能对企业自主创新的经济效应	135
第二节 资本市场集聚促进企业自主创新的机理	136
一、资金集聚	137
二、人才集聚	140
三、信息集聚	141
四、企业集聚	143
第三节 我国资本市场集聚与企业自主创新推进功能关系检验	144
一、我国资本市场集聚现状分析	145

二、资本市场集聚测度	149
三、我国资本市场集聚与企业自主创新的关系检验	152
四、检验结论	153
本章小结	154
 第七章 研究结论与对策建议	155
第一节 研究结论	155
一、资本市场对企业自主创新的推动机制	155
二、资本市场对企业自主创新促进的实现机制	155
三、资本市场促进企业自主创新中存在的主要问题	156
第二节 我国资本市场促进企业自主创新的对策建议	157
一、强化企业的自主创新主体地位	157
二、加快构建多层次的资本市场，完善资本市场体系	158
三、提高资本市场有效性，充分发挥其各项功能	159
 附录	162
 参考文献	165
 致谢	178