

创新驱动高质量发展要深化资本市场改革^{*}

——兼谈科创板赋能创新发展

资本市场改革课题组

摘要：创新是引领高质量发展的第一动力，资本市场是实现创新驱动高质量发展的助推器。要充分发挥资本市场在筛选培育创新型企业、分散创新风险、激励创新行为、提供融资服务、优化资源配置、强化要素集成等方面赋能创新发展的重要作用。全面深化资本市场改革，坚持增量改革与存量改革并重，以科创板激发资本市场改革活力；坚持市场化与法治化并重，以市场化引航，法治化护航；以透明化保障市场运行规范化，内外兼治强化上市公司信息披露；优化“正金字塔”型多层次资本市场结构；通过引入长期资金、鼓励并购重组等措施培育高质量上市公司；完善人力资本的激励机制，提高资本市场对实施同股不同权制度和股权激励制度的企业的包容度。

关键词：资本市场 科创板 高质量发展 创新驱动

一、引言

中国经济发展进入了由高速增长阶段转向高质量发展阶段的新时代。高质量发展是以新发展理念为指导的经济发展，要求从追求经济增长速度转变为重视经济增长质量和效益、从追求规模扩张转变为重视结构优化、从要素—投资驱动转变为创新驱动。当前中美贸易摩擦本质上是一场大国实力特别是科技实力的较量，更验证了以创新驱动提升国家竞争优势的重要性。创新始于技术、成于资本。没有金融创新支持，技术创新会出现“闭锁效应”，没有与技术创新相匹配的金融创新会成为“无米之炊”（辜胜阻，2011）。技术创新往往是一个高风险、高投入、高回报、长周期的行为，从基础研究到技术开发以及产业化应用的各个阶段都需要大量的创新要素投入，且面临创新失败的风险。资本赋能创新发展，不仅能够通过合理的投资方式为企业聚集创新资源，还能分散创新风险，有效激发创新动力，提升企业创新能力，促进产业发展。纵观历史，在人类产业革命的进程中无一不伴随着资本的推动作用（杜传忠、曹艳乔，2017）。第一次产业革命期间，英国伦敦证券交易所为蒸汽机的产业化以及棉纺织业、铁矿业、煤矿业等的机械化提供了大量金融资本，推动了技术改进与制造业发展（罗森堡、小伯泽尔，2009）。第二次产业革命期间，美国资本市场为电力、钢铁、机械设备等重化工业的规模化发展提供了有力支持，促进了经济的高速增长（恩格尔曼、高爾曼，2008）。第三次产业革命期间，美国风险投资对计算机技术、半导体技术、网络技术及生物技术等走向商业化提供了重要支持，培育了英特尔、苹果等一批世界级高科技企业（比格利夫、蒂蒙斯，2011）。资本市场是促进新技术产业化、催化产业革命的重要推手。当前，第四次工业革命正以前所未有的态势席卷全球（施瓦

* 资本市场改革课题组，武汉大学国家发展战略研究院；课题组负责人：武汉大学国家发展研究院现任院长，成员：杨媚，韩龙艳；邮政编码：430072，电子邮箱：npcgub@163.com。

布,2016),中国必须要抓住这一发展机遇,深化资本市场^①改革,构建良好创新生态,促进创新链、金融链与产业链深度融合,以创新驱动赢得发展主动权。

二、资本市场六大功能助力创新驱动发展

技术创新离不开资本的引领和催化。资本市场在支持创新方面具有重要的功能优势,主要体现在以下六个方面:

一是筛选、发现、培育创新型企业,引领产业高质量发展。企业是落实我国创新驱动发展战略的主体,是推动高质量发展的微观基础。资本市场具有价值发现功能,拥有敏锐的市场嗅觉和丰富的投资经验的投资者能有效判断并筛选出有潜力、有价值的创新型项目和企业(辜胜阻,2015)。资本市场还能通过竞争机制,淘汰落后企业,留下优质企业,促进产业结构优化升级。

二是有效分散和降低技术创新风险,激发企业创新活力。高风险是企业技术创新面临的难题之一,会抑制企业创新的积极性。资本市场能将风险与收益有效匹配,引导风险承受能力强的投资者将资金投向具有高风险性和高成长性的创新活动,分散企业创新风险(辜胜阻、庄芹芹,2016)。资本市场中拥有较强风险判断力和承担力的机构投资者更倾向于长期持有企业股份,有利于缓解创新型企业在短期业绩压力;还能通过参与企业治理,为企业创新决策提供参考,优化企业创新行为。

三是优化激励创新的制度安排,为创新提供源源不断的动力。人才是第一资源,高质量发展需要完善创新激励制度,让人才更富积极性和创造性地开展研发活动。创新型企业能通过员工持股、股东分红等制度安排实现对人才的有效激励,增强创新发展的原动力。资本市场能为企业提供股权交易平台,使企业员工手中的股权实现市场定价、公开交易,更大限度发挥股权激励对创新的支持作用。

四是拓宽创新企业融资渠道,缓解融资约束。资本市场是联通资金供给和需求的桥梁,能有效汇聚分散的社会资金,为创新型企业注入资金“活水”。股权融资能够使企业有能力、有动力加大研发投入,更专注于核心技术攻关。同时,股票市场^②为创新企业和风险投资家提供了一个社会评价机制和选择机制,为风险投资提供了退资出口,有利于风险资本的有效循环和不断壮大(辜胜阻等,2015)。

五是通过并购重组和要素流动等,优化创新资源配置。资本市场能够通过“看不见的手”实现自我调节,促进创新要素从落后的、低效率的部门和企业退出,转而流向创新的、高效率的部门和企业。同时,并购重组是资本市场盘活存量创新资源的重要方式。创新型企业通过并购重组,可以获取关键技术、人才等创新资源,大大缩短研发时间,加快提升自主创新水平。

六是组合各类创新资源,提高创新效率。经济学家熊彼特的创新理论认为,创新就是将原始生产要素重新排列组合为新的生产方式,以求提高效率、降低成本的经济过程。资本市场是促进创新取得爆发式突破、加快形成经济发展新动能的高效平台,能有效聚集技术、资本、人才、信息等创新要素,并促进其自由流动、高效组合,为企业发展提供内生性可持续的增长动力。深化资本市场制度改革,能为企业精准对接各类创新资源“牵线搭桥”,强化资本市场支持创新的功能。

三、六大改革举措推动资本市场赋能创新发展

以创新驱动发展战略引领高质量发展,需要实现技术创新与金融创新“双轮驱动”。设立科创板并试点注册制,是促进科技与资本深度融合、引领经济发展向创新驱动转型的重大举措,奏响了中国经济转型升级与资本市场改革开放协奏曲的最新强音。要重点围绕以下六大举措深化资本市场改革,打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场,为创新发展赋能加力。

^①本文的资本市场是指广义的资本市场,包括主板、中小板、创业板、科创板、新三板、区域股权交易市场和股权投资(VC/PE)等。

^②指包括主板、中小板、创业板、科创板等在内的股票市场。

(一) 坚持增量改革与存量改革并重，把设立科创板并试点注册制作为改革突破口和“牛鼻子”，补齐我国资本市场服务创新发展的短板，以制度创新打开存量改革空间

中国改革开放 40 年来走出了一条以“增量改革先行”为表征的渐进式发展道路。设立科创板是深化金融供给侧结构性改革的重大举措，对于推动经济高质量发展具有重要战略意义。科创板本质是一种增量改革，核心在于制度创新，既有自身独特的功能，是连接金融资本与技术创新的纽带，又肩负着为整个资本市场进行制度探索的历史使命。

1. 用好科创板改革“试验田”的契机，大胆进行改革试验、制度创新。科创板作为我国资本市场的增量改革，可借鉴成熟资本市场的发展经验，与国际制度、国际标准接轨，并结合我国资本市场发展现状，探索在发行上市、退市、信息披露、定价等环节的制度改革和创新。科创板在试点注册制、建立多元化的上市标准、市场化定价、放宽涨跌幅区间等方面，突破了原有制度设计，是深化资本市场供给侧结构性改革的重要探索，有利于更好地服务于经济高质量发展。科创板打破了 A 股以往市盈率 23 倍的定价方式，采取市场化的询价定价机制，综合参考网下各类机构投资者的报价，帮助创新型企业合理估值，有利于引导社会资源自发向科创领域聚集。

2. 明确科创板服务成长型科技企业的战略定位，为高质量发展厚植创新土壤。科创板必须姓“科”，以资本的力量，培育“硬科技”。要以服务技术创新为根本，优先考虑具备一定的先进核心技术优势、产业自主性较强、有潜在进口替代能力、行业认可度高的“隐形冠军”“领头羊”企业，破解创新型企业融资困局，激发高质量发展内生动力。尊重创新型企业的成长规律和发展路径，制定差异化的上市制度安排，让各类创新型企业都有机会进入科创板，形成多元竞争的格局。科创板允许未盈利企业、同股不同权企业、VIE 架构企业申请上市，提高了资本市场对创新型企业的包容性和适应性。科创板首批 25 家上市公司聚焦提升自主创新能力，累计拥有 5726 项专利，2018 年研发投入占营业收入比重平均为 11.3%，高于所有对标 A 股上市公司的研发投入占比均值 9.3%。

3. 通过科创板改革示范效应，催动资本市场存量改革。深化资本市场改革，关键要处理好增量改革和存量改革的关系。要把握科创板增量改革的重要历史性机遇，坚持市场化、法治化、国际化改革方向，遵循边试点、边总结、边完善的原则，在实践中不断检验和健全各项制度，形成可借鉴、可推广的宝贵经验，为存量市场改革提供思路和方向。科创板从宣布设立到正式开市，仅用了 259 天，就完成了制度设计、技术准备等工作，体现了我国推进资本市场改革的决心。要发挥科创板的“鲶鱼效应”，与其他板块形成良性竞争，加快资本市场改革的步伐。同时，要加强创业板、新三板与科创板的制度衔接，让资本市场更好地服务创新型企业。

(二) 坚持市场化与法治化并重，靠市场化领航、法治化护航，通过注册制改革还权于市场，加快退市进程，实现优胜劣汰；全面提高违法成本，让法律成为“长牙齿的老虎”

市场化和法治化是资本市场健康发展的基础。市场化建设能引导创新资源流向高效、有活力的创新型企业，提高资源配置效率，增强企业整体创新实力；法治化建设能为企业创新营造公平、公正、公开的市场环境，切实保护企业合法权益，激发企业创新动力。

1. 通过注册制改革还权于市场，为创新型企业营造良好的资本市场环境。市场化是资本市场改革的根本方向，上市成功与否、定价高低都由市场来决定，让市场定调新股发行的节奏，以市场之手有序合理地引导证券化金融资产流动配置。要逐步推行股票发行注册制改革，明确各个市场主体的责任边界，进一步优化证券监管部门与交易所的职能分工，实现“监审分离”（曹凤岐，2014）。一方面，扩大证券交易所在实质审核方面的权力，提高审核的全面性、专业性、行业前瞻性。明确不同情形下不同类型企业的审核流程和时间，保持一定的新股发行节奏，稳定市场预期，降低壳资源价值，减少壳资源炒作。另一方面，监管机构要提高独立性，应更注重对企业发行合规性的审查，主要负责最后的备案与注册，并拥有一票否决权。同时，还要压实证券公司、律师事务所、会计师事务所等中介机构在信息调查和核查方面的责任（黄涛、李浩民，2019）；壮大机构投资者队伍，充分发挥其在新股发行定价中的专业作用。

2. 健全退市制度,实现上市公司退市常态化。退市制度与注册制是相辅相成的。退市制度是资本市场的“净化器”,能够促使“僵尸企业”、“空壳公司”、重大违法违规公司等及时退出市场,避免出现“劣币驱逐良币”。近年来我国资本市场不断加快退市制度建设,但整体退市速度与发达国家资本市场仍有一定差距。WFE 统计显示,2007—2018年10月间,伦敦证券交易所、纳斯达克的退市率分别达到9.5%和7.6%,而上交所和深交所退市率仅为0.3%和0.1%。要进一步完善退市制度,明确各种可能的退市情形,细化退市标准,根据不同行业特点考虑增加经营收入、资产规模等最低持续经营条件。简化退市流程,严格执行退市程序,缩短退市时间,全面提升退市效率。美国纳斯达克市场采用一美元退市规则,上市公司的股票每股价格不足一美元,将被宣布停止股票交易。对于存在重大违法行为的上市公司,要启动强制退市程序,且不允许其重新上市,确保“出现一家、退市一家”,促进资本市场中有限的资源更好地配置到创新型企业家上。科创板严格规定了重大违法、交易类、财务类、规范类四类强制退市情形,并取消暂停上市和恢复上市环节,有利于抑制炒壳、赌壳、借壳等投机行为。

3. 推动资本市场从“弱法治”走向“强法治”,提升依法治市的能力。无法治不市场。法治化建设是市场化机制良性运转的重要保障,资本市场只有在法治轨道上运行,才能健康发展。“事变则法移”,要加快推动《证券法》《证券投资基金法》《公司法》《刑法》修订和相关司法解释出台,将行之有效的改革实践经验上升为法律,加强对新情况和新问题的研判,以适应客观实际的需要。有法可依还要执法必严,要合理设定资本市场违法犯罪认定标准、量刑轻重,并严格执行处罚决定,避免出现“刑罚板子高举轻落”,必须让做坏事的人付出代价,让心存侥幸的人及时收手。优化公开谴责、代位诉讼、有奖举报等机制,提高打击违法违规行为的有效性和准确性。加大对欺诈发行、内幕交易、人为操纵市场和“老鼠仓”等犯罪行为的惩戒力度,依法追究刑事责任,严格控制缓刑适用,加大罚金刑等经济制裁力度,提高资本市场违法犯罪成本。2018年问题疫苗案的“肇事者”长生生物不仅面临91亿元的罚单,还因重大违法行为被强制退市,表明我国资本市场对违法违规行为严惩的决心。

(三)要以透明化促进规范化,建立健全真实透明、及时高效的信息披露制度,有效监督并规范上市公司行为,维护正常市场秩序

透明化和规范化的资本市场要以信息披露“硬约束”完善市场监管生态,既要促进市场内部信息传递,有效解决企业技术创新与资本市场之间的信息不对称问题,助力企业获取创新资源,又要善于利用各类信息对企业经营管理进行有效监管,倒逼企业专注主业、做精专业,打造企业高质量发展强劲动力。

1. 加快推动完备规范的信息披露制度体系建设,夯实资本市场健康发展的基石。信息披露是资本市场的生命线。严重的信息失灵会导致创新型企业的投资价值被扭曲,易使趋利避险的金融资本错失优质的投资标的或盲目炒作科技概念股(王竹泉等,2019)。要构建统一、规范、高效的信息披露制度,贯穿受理、审核、注册、发行、交易、监管等各个环节,注重披露信息的真实性、完整性、准确性。明确上市公司信息披露的义务和目标,提升信息披露的规范性。一方面,优化信息披露的形式和程序,推动企业进一步细化披露的信息,特别是要鼓励创新型企业在适当前提下披露科研人员、研发投入等能反映企业科研能力的信息,让投资者看得见、看得清上市公司,更好地“用手投票”“用脚投票”。科创板要求拟上市企业全面披露财务指标、科技创新能力、业务发展空间等各项资料,接受市场和投资者的检验。另一方面,可试行差异化的信息披露制度,结合创新型企业的特点,在信息披露量化指标、披露时点、披露方式、暂缓豁免披露商业敏感信息等方面作出更具弹性的制度安排,保持创新型企业的商业竞争力。适当允许企业延长信息披露周期,以适应创新长周期的特征,减少企业治理者的短期业绩压力。

2. 加强对信息披露的审查与监督,强化全链条监管,有效识别“科技伪装”。信息披露是实现投资者与上市公司信息沟通的重要环节,不仅会直接影响投资者的经济决策,还会影响资本市场的有效运作,因而信息披露的质量至关重要。交易所与中介机构要形成合力,加强对企业披露信息真实

性的审查，加大“刨根问底”式问询力度，有效识别虚构业务等问题。严监管是提高信息披露质量的重要方式。监管机构要及时跟进、关注企业动态，不仅要完善事前监管，更要加强事中、事后监管，重点关注长期经营业绩不佳、业绩不稳的公司的信息披露。要加大市场监管力度，引导企业依法合规经营，鼓励企业建立起内控健全、治理有效的现代企业制度，促进企业做优、做强、做持久。要积极利用科技监管手段，推进统一的上市公司大数据平台建设，实现信息的互联互通和交叉验证，增强线索发现、分析和预警的能力。有效识别上市公司的“科技伪装”，打击滥用科技之名、行金融违法之实的行为，倒逼企业通过技术创新打造核心竞争力。深交所开发了企业画像、企业图谱等科技监管项目，通过自然语言处理、数据挖掘、机器学习等技术对数据进行自动运算、分类，帮助一线监管人员快速把握公司特征，及时发现企业“伪装”。

（四）强化资本市场服务上市公司高质量发展的功能，引入长期资金，拓宽创新型企业的资金来源，坚持“竞争中性”原则，优化并购重组制度，提高创新资源的整合效率

创新驱动必须以实体经济为依托，坚持高技术产业化和传统产业高端化两大方向。上市公司是实体经济的“基本盘”，提升上市公司质量是我国资本市场改革的核心内容。近年来，我国上市公司数量稳步增长，截至2019年4月末，境内上市公司共计3627家，总市值约60万亿元，居世界前列。但我国资本市场在实践发展中仍存在一些问题，对优质企业吸引力不足，大量创新型企业到境外上市，形成了“墙里开花墙外香”的局面。

1. 加大市场开放力度，引导长期资金入市，实现创新型企业资金来源多样化。长期资金投资周期能更好与创新型企业生命周期匹配，要拓展长期资金入市渠道，采取联合投资、战略联盟等多样化的投资方式，加大其投资优质上市公司的力度。适当降低投资门槛，引导保险金、养老金、社保基金等关注创新领域，让长期资金成为创新企业的“盟友”。优化资本市场投资者结构，提高机构投资者占比，巩固市场长期投资的基础，改善创新型企业融资环境。制定有效的激励政策，鼓励机构投资者建立长期投资策略，引导投资管理人重视长期业绩和科研能力，并积极参与企业治理与创新决策。同时，促进资本市场国际化，提高对外开放水平（吴晓求，2019）。放宽QFII、RQFII资格限制，扩大投资规模与投资范围。不断优化跨境交易与跨境合作制度建设，给予创新型企业更加多元的资金来源选择。

2. 要秉持“竞争中性”原则，激发各类市场主体的创新活力。“竞争中性”（competitive neutrality）目的在于确保公共企业与私人企业平等竞争，体现了市场经济的内在要求。当前，民营企业已成为我国创新发展的重要力量，是高质量上市公司的组成。2016—2018年，民营企业首发上市家数和融资额分别占同期市场的89%、72%，在战略性新兴行业上市公司中占比达75%。要营造公平竞争的市场环境，不唯所有制、不唯大小、不唯行业，只唯优劣，让不同地区、不同类型、不同所有制的企业公平参与市场竞争。破除资本市场内不合理的限制，扩大企业交易对象的选择权和交易条件的决定权，筛选出真正具有自主创新能力的高质量上市公司（刘戒骄，2019）。同时，推动国有企业改革，优化治理模式，明确不同治理主体的权责匹配，建立契合竞争中性要求的中国特色现代国有企业制度（黄速建等，2019）。

3. 充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的重要渠道作用，助力上市公司高质量发展。并购重组是上市企业获取创新资源、实现跨越式发展的重要方式，是提升上市公司质量的有效途径（辜胜阻等，2015）。我国资本市场日渐成为并购重组的重要渠道，已经成为世界第二大并购市场。市场内并购重组活动的交易金额从2014年的1.45万亿元上升到2018年的2.56万亿元，约占国内并购总量的60%。在经济转型升级的关键时期，要继续深化并购重组市场化改革，简化相关行政审批流程，降低制度性交易成本。针对不同类型企业设置多元化的并购重组通道，优先审核创新型企业并购项目，提高审核效率，将审核时间缩短至1个月左右。鼓励上市公司开展以高端技术、高端人才和高端品牌为重点的并购，引入顶尖技术、团队、商业模式，同时引导一批高精尖企业通过并购重组登陆资本市场，实现“1+1>2”的效果。

(五)强化“正金字塔”型多层次资本市场建设，优化塔尖、做强塔身、夯实塔基，大力发展战略性新兴产业(VC/PE)，加强对不同阶段、不同类型的创新型企业的支持

“正金字塔”型多层次资本市场具有与企业构成相匹配的资本市场结构，既包括主板、中小板、创业板、科创板等交易所市场，也包括全国中小企业股份转让市场(“新三板”)、区域性股权交易市场(“四板”)、VC/PE股权投资(“五板”)等，能够满足不同类型、不同规模、不同发展阶段创新型企业的融资需求，以适应经济高质量发展的要求(辜胜阻等,2016)。

1. 优化市场结构，完善“正金字塔”型多层次资本市场体系，提高直接融资比重。要明确各个板块自身功能和定位，主板主要服务于成熟期的企业，创业板主要面向成长期接近成熟期的创新型企业，科创板主要支持初创期和成长期的创新型企业。要建立健全与各板块市场功能定位相匹配的发行、交易、投资者准入等差异化制度安排，形成相辅相成、错位发展、有序衔接的市场格局(李扬，2017)。主板要更加重视供给侧改革，设立差异化的上市门槛，让更多优质的创新型企业上市；新三板则要更多重视需求侧改革，优化投资者准入和交易制度，打造多样化、有实力的投资者队伍。建立市场间的转板机制，实现各个板块的互联互通。

2. 夯实多层次资本市场“塔基”，让股权投资助力企业创新发展。多层次资本市场“塔基”是天使投资、风险投资(VC)和私募股权投资(PE)，其中，VC 主要服务于种子期和初创期的创新型企业，更能容忍创新失败，有效支持原创性、颠覆性创新。清科统计显示，2018 年我国 VC/PE 资金力量主要集中支持制造业、IT 行业和医疗行业，融资额已超过其支持总量的 60%。要拓宽我国股权投资的资金来源渠道，引入各类社会资金，适度放宽金融机构资金进入限制，拓宽长期资金的投资范围。要鼓励优质企业尤其是创新型企业开展公司风险投资(CVC)，发掘相关产业和上下游企业内优质的创新项目。要进一步加大减税力度，探索按持有时间实施渐进税率，持有时间越长则纳税比例越低，还可将投资失败损失按照一定比例纳入税收抵扣范围。发展“股+债”等多样化的投资方式，给予投资机构更大的自主选择权，鼓励更多“闲钱”通过资本市场进入实体经济。要改变当前部分 VC“PE 化”、PE“Pre-IPO 化”的现象，推动天使投资、风险投资等投资阶段前移。建立政府股权基金、产业基金投向种子期、初创期企业的容错机制，设置不同比例的容错率，引导更多社会资金投资创新领域。要拓宽风险投资退出通道，发展并购、回购等多元化退出方式，完善 VC/PE 与股票市场的互动联结机制，研究 VC 投资解禁期反向挂钩制度安排，形成“投资—培育—退出—再投资”的良性循环。

(六)创新人力资本激励机制，以市场价值回报人才价值，优化“实业能致富，创新致大富”的创新环境，调动创新人才的积极性与创造性

人力资本是经济增长的重要源泉，并与物质资本共同成为技术创新的重要推动力。特别是在知识经济迅猛发展、各国纷纷进入创新驱动型经济增长模式的当下，人才作为创新的核心要素，对经济增长的驱动效应持续增强。推动我国经济高质量发展，要有效发挥人才作为第一资源的支撑作用，关键是构建行之有效的人才激励机制。

1. 创新公司治理模式，鼓励创新型企业引入双层股权结构，使企业家有更多话语权和决策权。经济学家熊彼特认为，企业家是社会经济创新的主体，创新是企业家精神的灵魂。激发企业家持续创新动力，既要完善产权保护制度，切实保护企业家财产权、创新收益和其他合法权益；又要保护股份制公司企业家的决策权，避免非创始人的大股东出于规避风险的考虑，做出不利于企业创新的决策。“同股不同权”是激发企业家创新积极性的重要制度安排。全球最大的 46 个国家和地区股票市场中有 30 个存在或曾经使用过双重股权架构的上市制度。要充分认识“同股不同权”架构支持企业创新的作用，制定相关制度安排与具体实施规则，充分发挥资本市场的激励作用。2018 年中国香港推出 IPO 新政，允许“同股不同权”企业上市，吸引了 40 家新经济公司赴港上市，上市宗数与融资额位列全球第一。科创板支持“同股不同权”，是对创新型企业成长的保护和包容，也是激发企业家精神的有力措施，有利于把优质企业留在国内。

2. 完善股权激励制度，激发高管和研发人员的创新热情，强化创新驱动的人才支撑。股权激励是实现企业人力资本效用最大化的动力源泉，也是留住优秀人才的“金手铐”。要完善创新人才激励制度，引导和支持更多企业采取有效的股权激励计划（田轩、孟清扬，2019）。一方面，强化高管股权激励，避免高管因片面追求自身利益最大化而减少企业创新活动，同时增强其对大股东机会主义行为的抵制能力，提高对企业技术创新的支持力度。另一方面，重视对员工特别是科研人员的股权激励，促进创新人才的知识资本化，使员工与企业形成利益共同体，实现创新的可持续性（李明，2019）。要鼓励企业采用股票期权、限制性股票等多元化股权激励模式，设计科学合理的业绩考核机制，与持股比例有效结合，激发人才活力。资本市场是股权激励的重要场所，荣正咨询发布的《中国企业家价值报告（2019）》显示，在2018年IPO放缓的背景下，A股股权激励计划总体公告高达409个，创下历史新高，股权激励已然进入了“常态化”时代。

四、结语

创新是促进经济增长的源泉，是增强国家核心竞争能力的关键。在以网络化、信息化与智能化深度融合为核心的第四次产业革命时代，必须要牢牢把握机遇，以制度创新为重要抓手，以关键技术的创新与应用为突破口，加快产业转型升级，在高质量发展的道路上行稳致远。创新驱动高质量发展，资本市场大有可为。资本市场是做优经济发展动能的“转换器”，深化资本市场改革以更好服务经济高质量发展，是推进金融供给侧结构性改革、建设现代金融体系的题中应有之义。资本市场改革应借鉴改革开放40年来的宝贵经验，遵循先试点后推广、以增量带存量的改革路径，促进资本市场支持创新驱动的功能全面、有效发挥，推动经济向高质量发展阶段稳步推进。作为增量改革的“试验田”，设立科创板并试点注册制是我国多层次资本市场发展中的一个重要里程碑，既能推动整体改革创新，架起金融资本与创新要素深度连接的桥梁，又能有效降低试错成本，保证市场改革平稳推进。要以科创板建设为切入点，探索注册制、允许同股不同权、市场化定价机制等一系列制度创新，为创新型企业提供一个量身定制的金融服务平台，同时给予技术创新足够的试错弹性，鼓励企业专注创新，实现科技、资本和实体经济的良性循环。注册制的本质是向市场让渡权力，是新股发行制度的重大变革，其灵魂是信息的充分披露、市场化定价和责权明晰而对称的外部约束机制。股票发行的价格、规模、节奏主要通过市场化的方式，由发行人、保荐人、承销商、机构投资者等通过询价、定价等市场机制加以确定。科创板改革还要推进以严格退市为后盾的基础性制度创新，锻造资本市场法治利器，大幅提升违法成本，为改革保驾护航。

全面深化资本市场改革是一项艰巨复杂的系统工程，科创板承载着资本市场改革的重任，是国内资本市场的一次游戏规则的重组，要形成可复制、可推广的经验，以增量改革带动存量优化。存量改革涉及市场的深层次矛盾和结构性问题，要从资本市场基础性制度上下功夫，重塑市场生态，夯实市场稳定运行的内在基础，培育高质量上市公司。要优化存量市场结构，完善与创新型企业需求相匹配的“正金字塔”型多层次资本市场，推动股权投资健康发展，孵化更多优质创新型上市公司，加快实现以创新驱动引领新时代高质量发展。

参考文献：

- W. D. 比格利夫 J. A. 蒂蒙斯,2011:《处于十字路口的风险投资：美国风险投资的回顾与展望》(中译本),山西人民出版社。
- 曹凤岐,2014:《推进我国股票发行注册制改革》,《南开学报(哲学社会科学版)》第2期。
- 杜传忠 曹艳乔,2017:《金融资本与新兴产业发展》,《南开学报(哲学社会科学版)》第1期。
- 高惺惟,2018:《中国构建现代化资本市场体系的意义与对策》,《理论视野》第10期。
- 辜胜阻,2011:《金融是使文化创意产业成为支柱的引擎》,《中国流通经济》第1期。
- 辜胜阻,2015:《实施创新驱动战略需完善多层次资本市场体系》,《社会科学战线》第5期。
- 辜胜阻 曹誉波 庄芹萍,2015:《推进企业创新亟需重构创业板制度安排》,《中国软科学》第4期。
- 辜胜阻 庄芹萍,2016:《资本市场功能视角下的企业创新发展研究》,《中国软科学》第11期。

辜胜阻 庄芹芹 曹誉波,2016:《构建服务实体经济多层次资本市场的路径选择》,《管理世界》第4期。

黄速建 肖红军 王欣,2019:《竞争中性视域下的国有企业改革》,《中国工业经济》第6期。

黄涛 李浩民,2019:《金融供给侧结构性改革:重点任务与路径选择》,《改革》第6期。

克劳斯·施瓦布,2016:《第四次工业革命:转型的力量》,中信出版社。

李明,2019,《论创新驱动发展战略下的资本市场》,《理论视野》第2期。

李扬,2017:《“金融服务实体经济”辨》,《经济研究》第6期。

刘戒骄,2019:《竞争中性的理论脉络与实践逻辑》,《中国工业经济》第6期。

内森·罗森堡 小伯泽尔,2009:《西方现代社会的经济变迁》(中译本),中信出版社。

斯坦利·L·恩格尔曼 罗伯特·E·高曼,2008:《剑桥美国经济史》第二卷:《漫长的19世纪》(中译本),中国人民大学出版社。

田轩 孟清扬,2018:《股权激励计划能促进企业创新吗》,《南开管理评论》第6期。

王竹泉 王苑琢 王舒慧,2019:《中国实体经济资金效率与财务风险真实水平透析——金融服务实体经济效率和水平不高的症结何在?》,《管理世界》第2期。

吴晓求,2019:《大国金融中的中国资本市场》,《金融论坛》第5期。

Deepen the Capital Market Reform to Drive High-quality Development through Innovation ——SSE STAR Market Enables Innovative Development

Research Group of Capital Market Reform
(Wuhan University, Wuhan, China)

Abstract: Innovation is the primary driving force for high-quality development whereas capital market serves as the inner booster of this driving force. It is pivotal to give full play to the functions of capital market in enabling innovation, which include screening and cultivating innovative enterprises, spreading risks associated with innovation, encouraging innovation, providing financing services, improving the allocation of resources and integrating factors. It is necessary to deepen the capital market reform comprehensively by emphasizing on both incremental reform and stock reform, and stimulate the vitality of the capital market reform through SSE STAR Market. Marketization and legalization should be regarded as equally important, and the capital market should be guided by marketization and escorted by legalization. Market transparency should be ensured to guarantee the standardization and normalization of market operation, and the information disclosure of listed companies should be strengthened. It is important to optimize the “pyramid” multi-level capital market structure and promote the development of venture capital and private equity investment. The capital market should cultivate high-quality listed companies by introducing long-term funds and encouraging acquisition and reorganization. The incentive mechanism of human capital should be refined by improving the capital market’s inclusiveness of enterprises, allowing for weighted voting right (WVR) and equity incentive system.

Keywords: Capital Market; SSE STAR Market; High-quality development; Innovation-driven

(责任编辑:何伟)

(校对:陈建青)