

■ 科创板·首席说

# 发挥科创板优势 推动资本与创新相结合

□ 东方证券首席经济学家 邵宇

## 寻找动态平衡

科创板被寄予厚望,一方面在于其制度创新,如市场化的定价机制,上市审核中的注册制,以及发行环节的战略配售等,它被认为是以增量改革推动存量改革的“试验田”,是撬动中国资本市场改革的杠杆。另一方面,从功能性上来讲,关注的焦点仍然是为新兴和高科技产业融资。为了更好地发挥资本市场的融资功能,以匹配创新型企业的生命周期,申请上市的条件并未包含盈利性要求。

从已公布的规则来看,科创板的一个重要作用是优质的科创企业创造好的融资环境,同时为投资者选择好的企业。在科创板上市可以缓解企业的资本约束,但上市之后,企业能否安心地搞研发,如何更好地激励企业进行研发,这也与科创板的制度设计有关。因此,科创板在制度设计上,应更多考虑如何促进上市企业的创新,为企业安心地搞研发创造一个良好的环境。

研究表明,一个以散户为主,有着过高流动性的市场是不利于企业创新的。因为在这样的市场上,企业的经营管理者的决策容易被市场行情所干扰,从而做出一些有助于提升短期绩效,但无助于提升其创新能力和长期盈利能力战略决策;同时,高流动性意味着更高的被收购的压力,从而削弱公司高管的控制力,导致其长期研发投入的动力下降。

科创板设定50万元的门槛,可以在一定程度上降低市场的流动性,这也是为了进一步优化投资者结构,从而为企业长期研发行为创造一个良好的环境。举例而言,2017年5月1日开始,投资者参与分级基金交易需满足30万元的门槛。此后的日频数据来看,确实大大降低了交易额和波动性,整体上也降低了分级基金的流动性,出现了流动性向头部集中的趋势。但是从投资者结构来看,一些以机构投资者为主的A级产品,机构投资者持有比例反而出现了下降。这里面既存在上述所说的分配效应,也存在总量效应,即在面临流动性损失的时候,机构投资者更敏感,他们更容易退出市场。

另外,需要强调的是,即使是机构投资者,也可以进一步分为“投机型机构投资者”和“指数型投资者”。研究表明,有些关注中短期且买卖频繁机构投资者,以及消极的被动型的机构投资者持股比例的上升,也是流动性导致企业创新活动下降的原因之一。

笔者认为,政策层面需要考虑的问题,一方面是如何从制度设计上下功夫,真正筛选出现有的长期投资者;另一方面还需进行金融供给侧改革,培育新的长期投资者,一个合理的投资回报和融资需求满足的动态平衡是让双方都满意的结果,投资者可以获取分红和企业长期增长的价值增值,而企业专注于研发和核心能力的提升。



视觉中国图片

## 发挥股权激励正面作用

“人力资本是当今世界上最重要的资产”,而人力资本对于技术创新的重要性,再怎么强调也不为过。经济和金融学关于人力资本与创新的研究,可谓汗牛充栋,大多数研究都肯定了人力资本对于创新的正面作用。那么,如何正确地激励员工投入到高风险、长周期的创新活动中去,便成为企业关注的重要话题。

现代企业常用的一个方法,就是股权激励,腾讯、京东和小米等创新型公司都实施了股权激励计划。相对于薪酬激励而言,股权激励更有助于将研发人员的付出与企业的长期回报绑定在一起,还有助于给员工带来归属感。但是,现有的研究发现,股权激励计划对创新的影响,并不一定都是正向的。

股权激励对创新的正向影响逻辑在于,它符合最有效的创新合约的结构:短期对失败的容忍,加上长期对成功的回报,特别是股票期权。相反,股权激励对于创新的负面影响的原因在于,创新是高风险行为,对于风险规避型的人才,股权激励计划反而可能将他们排除在外,从而使公司绩效与股权激励表现出不相关的关系。

而对于公司领导层来说,由于担心创新的失败,再迫于资本市场的短期压力,有时会做出不利于企业长期创新能力增长的决策。

上交所日前发布的《科创板上市公司持续监管办法(试行)》(简称“持续监管办法”),对科创板上市公司的股权激励制度作了明确规定,相比A股上市公司而言,有诸多创新,主要表现为:第一,扩大了可以成为激励对象的人员范围,放开了对持股5%以上的大股东的流动性需求重要性上升,因而广义货币构成中现金占比提升。

但是,考虑到股权激励的负面影响,企业在制定股权激励计划时,也要根据科技人才的风险偏好来制定,使得股权与薪酬在结构上更具弹性。

## 创新的其他维度

科创板是构建多层次资本市场的一个重要环节,是供给侧结构性改革中“补短板”的题中之义。关于金融与创新的关系,还需要跳出科创板,从优化金融市场结构、供应链金融、培育机构投资者、发展风险投资基金和推动国有企业改革等层面去分析。整体来说,推动创新,可以从企业的微观层面、市场的中观层面以及宏观政策层面去探讨。

比如,培育机构投资者,对于企业创新有什么影响?理论上来说,相对于个人投资者,机构投资者往往是公司的大股东,多以价值型投资为主,减少了股票的波动性,而且更有动力去履行股东的监督职能,从而对创新起到一种积极的作用。除了“监管渠道”之外,机构投资者还能通过“知识溢出效应”帮助企业创新,即投资者可以利用其强大的社会关系网络和

专业知识帮助初创企业快速成长。研究表明,机构投资者与激励机制可以形成互补,当激励机制与合约设计不能充分支持创新时,机构投资者的干预可能会起到弥补制度设计的缺陷。再比如宏观政策方面,有研究表明,政策的稳定性有助于创新,朝令夕改对创新起到负面作用,其逻辑很简单,因为政策的不确定性会增加投资收益的不确定性,还提高了创新本身所面对的不确定性程度。

总而言之,资本市场对于企业的作用,远不止缓解企业外部融资依赖这么简单。政策层面在设计直接融资市场制度时,特别是科创板制度设计时,需要关注到创新的维度。资本市场如何更好地支持创新,是一个复杂的课题,但有了这种认识,并提高这种认识的高度和迫切性,就有助于引导对该课题更为深入和详细的研究。

## 现金在货币体系的重要料提升

□ 华东师范大学中国金融研究院研究员 胡月琼

移动支付的发展和普及,并没有使现金消亡。随着信息技术进步而发展的数字货币,并没有使无现金社会呈上升趋势。对一直有刷卡、开支票等非现金使用习惯的美国社会而言,近几年货币环境变化,令专业人士不解的其中一个现象是——流通中的现金货币增加;不仅现金货币增加,而且是大额货币使用的增加。数据显示,与2008年相比,2018年的100美元现钞使用量增加了一倍有余,百元钞票发行量首次超过1元面值钞票。

### 现金社会趋势未改

对国际社会而言,重返现金社会的趋势是非常明显的。危机后十年,美国广义货币中现金占比增加了1个百分点,由2008年的10.8%上升到了2018年的11.8%,为半个多世纪来的最高点。美国货币构成中,流通中货币(现金)上世纪50年代初为略低于11%,后来现金占比逐年下降,下降步伐大约为每十年降低1%,即上世纪50年代末为10%,60年代末为9%,70年代末约为8%,80年代则保持稳定,90年代后现金在货币体系中的占比开始加速上行,并在2000年前后达到最高点12.9%,但占比11.8%以上的时间很短,仅维持了19个月(1999年6月—2000年12月),随后现金在广义货币体系中的占比又逐渐下降。

对近期美国社会和货币体系的“现金化”,特别是大额现金化,市场上有一种猜想认为是非法交易的结果,如洗钱、逃避监管的现金交易等,但这种猜想并没有相关的证据支撑,逻辑上也无说服力。现金社会的发展和周期、技术进步间,看来关系都不大;从日本货币政策操作的变动看,现金投放减少也没有扭转现金社会的平稳发展趋势。因此,现金社会的发展,应该和货币环境有关,尤其是在负利率时代、流动性陷阱下,现金是人们保有货币的合理选择。金融危机后,全球主要央行都实行了量化宽松的货币政策,利率水平下降,现金的流动性需求重要性上升,因而广义货币构成中现金占比提升。

移动支付潮流的蓬勃发展,并没有改变现金社会的上行趋势,或者并没有扭转广义货币中现金构成的变化趋势。当前现金社会发展的态势之所以突出,正在于此。就移动支付而言,中国发展全球首屈一指。表面上看,中国移动支付的发展,降低了广义货币中流通货币(现金)的构成比例,但从更长远视角看,中国广义货币中现金占比的下降趋势,自上世纪90年代以来,就一直存在。中国现金占比的下降曲线是凹形的(即向原点凸出),这意味着随时间推移,中国现金占比的下降速度是减少的,即使在第三方支付飞跃式发展的2013—2017年,中国现金在货币体系中的份额下降趋势也是趋向平缓的。就交易习惯而言,中国的移动支付对现金的替代,很难说就要比欧美市场上现金支票和卡片支付的相对规模大。相反,西方社会更少使用现金的习惯,非现金交易的传统更长,更成熟。从货币流通的角度,使用移动支付后,现金流通速度下降,流通货币沉淀增多,反而会在总量上增加对流通货币的需求总量。

可见,交易习惯的改变和货币体系中现金占比的变化直接相关。而交易习惯的养成和发展,又和金融服务的供给即金融进步直接相关。在2000年之前的很长时间内,中国货币体系中现金的构成都要远超过西方社会。按现有的统计数据看,1985年中国广义货币M2中现金占比为19%,而同期的美国为7.8%。实际上,上世纪80年代,中国M2中流通货币的比重一直在20%上下浮动,直到90年代中后期后才进入下降通道。这说明,正是上世纪90年代中后期金融改革带来的金融快速发展,才带来了中国社会现金使用的下降。对比中外广义货币中流通货币的占比变化,显然中国近几年金融服务的发展非常迅速。就移动支付的发展而言,中国发展虽然迅速,但却没有减少货币的现金化程度,对非现金社会发展有直接推动作用的,还是金融体系的完善和金融服务的进步。

### 现金社会不会消亡

金融服务供给的增加,尤其是金融结算市场范围和深度上的完善,是决定交易习惯和现金社会进展的主要因素。金融结算服务的本质,是以记账货币代替实物货币;另外,伴随金融进步而来的金融服务广度和深度扩展,如金融的信用创造、风险管理等功能的完善,也减少了非金融部门的流通货币使用。

但是,金融发展和金融深化带来的金融全面进步,并不会带来现金社会的消亡。现金不会消失,主要是流通货币在央行货币管理中的地位和作用所决定的。首先,流通货币是一个国家货币主权的象征,是记账货币的“底层资产”,放弃货币主权的纯数字货币是难以现代社会所接受的,也不利于货币管理。其次,在现代信用货币体系下,流通货币投放是央行最为主要的货币投放形式,因而也是货币管理的主要工具。

坊间将央行界定为“印钞者”,正是基于流通货币在货币投放中的传统主体地位。虽然2008年后,全球主要央行货币投放形式中,流通货币的地位都让位于记账货币,流通货币在央行总资产中的占比和基础货币中的占比下降,但2014年后均开始了企稳回升态势。

中国的货币扩张在2008年前就已开始,因此流通货币在央行资产和基础货币中的下降时间要更早,也经历了连降后走稳缓升的过程,大致由高点的33%、40%下降到2008年后的低点18%和22%,并缓慢回升到最新的20%和23%。可见,货币政策正常化时期,流通货币都是央行最为主要的货币投放形式。央行都是“印钞者”,记账货币形式的货币投放,不利于央行的主动性管理,信息技术、记账技术的发展,以及支付手段的进步,并没有改变央行的“印钞者”地位和定位。

对于中国的货币体系而言,伴随着未来存准率(RRR)的下行,流通货币占比的上行也是一种不变趋势,现金在货币体系中的重要性也将进一步提高。

# 科创板助力国企改革发展

□ 国务院国资委 李鹏飞 何广前

科创板的设立,不仅为民营中小企业提供了更加灵活有效的融资渠道,有利于支持鼓励民营企业发展,也为国有企业特别是一些高成长性、创新型的国有科技型企业提供了新的发展机遇。

## 科创板的新特点

为更好契合科创类企业特点及成长规律,科创板与沪深交易所主板、中小板、创业板等相比,在发行、上市、信息披露、交易、退市等各环节均有明显创新和显著差别,充分体现了多元化、市场化、国际化的新特点。

发行条件和激励机制更加多元化、更具包容性。

一是在发行条件方面。取消利润指标,引入市值指标体系,允许符合科创板定位、尚未盈利或存在累计未弥补亏损的企业上市。按照预计市值的大小制定了5档标准,企业经营的未来预期越好、技术优势越明显,对预计市值规模的要求越低,可以满足各类科创企业上市需求。此外,传统市场企业上市由中国证监会负责审核,科创板企业上市由上海证券交易所负责审核,中国证监会负责科创板股票发行注册且20个工作日内需作出是否同意注册的意见。

二是在激励机制方面。科创板允许上市前设置员工持股计划、期权激励计划,须锁定36个月。发行人的高级管理人员与核心员工可以通过专项资产管理计划参与战略配售,参与认购不超过股票IPO总数10%的股票。在上海证券交易所已受理的前两批17家企业中,已有7家明确披露其高级管理人员与核心员工将参与IPO配售。科创类企业上市,可以实施累计不超过总股本20%的多项股权激励计划,高于传统市场10%的上限,且没有传统市场对国有控股上市公司40%的

激励收益“封顶”限制。同时,放宽了限制性股票的价格要求,可以低于相关公司股票交易均价的50%,增强了股权激励价格条款的灵活性。

定价机制和交易制度更加市场化、更具有灵活性。

一是在定价机制方面。传统市场在发行定价时设置了23倍市盈率的“封顶”限制,而科创板在新股发行时取消了直接定价方式,全面采用市场化的询价定价方式,不设市盈率封顶限制,将首次公开发行询价对象限定在市场各类专业机构投资者,并允许这些机构为其管理的不同配售对象填报不超过3档的拟申购价格。企业拥有核心技术能力越强、科技创新潜力越大、商业模式前景越广阔,最终发行价就越高。同时,科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度并设定限售期,增强了保荐机构的资本约束,强化其履职担责,有利于提升市场信心。

二是在交易制度方面。在传统市场,新股首个交易日涨幅上限为44%,之后每个交易日的涨跌幅限制为正负10%。在科创板,为尽快形成合理价格,首次公开发行上市,的股票,上市后的前五个交易日不设价格涨跌幅限制,第六个交易日开始,涨跌幅限制为正负20%。科创板股票自上市首个交易日起即可作为融资融券标的,证券公司可以按规定借入科创板股票。

退市和信息披露制度更加国际化、更具严肃性。

一是在退市制度方面。在传统市场,由于市场化机制不健全等因素,往往“上市容易退市难”。科创板借鉴国际惯例,制定了中国资本市场最严格的退市规则。详细区分了重大违法强制退市、交易类强制退市、财务类强制退市、规范类强制退市等四类情形,触及任意一类终止上市标准的,股票直接终止上市,“一退到底”,不再适用传统市场中暂停上市、恢复上市、重新上市等程序。

二是在信息披露制度方面。对标国际通行的信息披露规则,明确信息披露范围,规范信息披露程序,严肃信息披露要求,实行严格监管。针对科技创新企业特点,强化行业信息、经营风险、内部治理、业绩波动等事项的披露。传统市场的信息披露规则是科创板上市发行人信息披露的最低要求,凡是对投资者作出价值判断和投资决策有重大影响的信息,科创板上市的发行人均应予以披露。

## 国企改革发展面临新机遇

国有企业是科技创新的主力军,迫切需要核心技术攻关、产业升级上寻求新的更大突破,加快实现创新驱动发展。科创板的设立,开辟了资本市场对接实体经济的新渠道,构建了支持实体经济转型升级、加速新旧动能转换的新载体,为国有企业在融资渠道、完善治理、强化激励等方面提供了新机遇。

融资渠道:与风险相匹配的长期资金。科创类企业普遍具有投资周期长、投资风险大、投资回报率高等特点,对金融支持的需求比较强烈。中央企业传统的债权融资、信贷支持、资本金投入等模式难以很好适应科创类企业快速发展的需要。通过科创板实现股权融资,不仅能够满足科创类企业发展的资金需求,还能有效避免过度追求短期回报,实现专业投资机构的股权类投资资金与科创类企业长期发展目标相匹配,实现技术与资本的有机结合。

完善治理:“同股不同权”的股权架构。科创板一方面对上市公司治理结构要求更为完善,需要健全有效透明的治理体系和监督机制,确保股东大会、董事会、监事会等治理主体有效制衡、规范运作。另一方面,在公司治理方面对接国际规则,允许“同股不同权”,为各方参与者提供了更符合实际需求的选择。

在“同股不同权”架构下,拥有核心技术

的企业创始团队或对上市公司发展、业务增长等作出重大贡献,并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或该等人员实际控制的持股主体,在不断稀释股比引入外部资金和投资者的同时,还可以凭借特殊股份行使更高的特殊表决权。这样既能保障财务投资者享受分红和资本利得,也能使企业创始团队和重要人员把握公司决策权,能够有效避免股权纷争,确保企业长期发展的正确方向。

强化激励:更多样、更大力度的正向激励。中央企业所属的科创类企业如果能够通过科创板实现上市,则在激励工具、激励对象和激励额度等方面,都有了更多样的选择。特别是在激励总额度方面两倍于传统市场,且没有收益“封顶”限制等条款,极大地增强了正向激励的力度,传递了重视科研创新、强化正向激励的积极信号,有利于相关企业结合实际情况,在上市前或上市后实施更加灵活、多样、有效的正向激励。

综上,国有企业应当顺势而上,紧紧把握住科创板新机遇,新特点,加快推进改革发展。一是要认真学习研究相关政策文件,要准确理解和掌握科创板相关政策文件的内涵和导向,从新要求、新特点和与传统市场的差别入手,努力用好用足新政策。

二是要结合实际摸清内部底数。要全面梳理本企业内符合科创板定位、有赴科创板上市需求的企业名单,建立科创板储备企业资料库,主动加强指导,重点培植培育,积极与监管部门对接,争取推动有关科技创新企业“早上车、上快车”。

三是要完善差异化考核评价。要参照和借鉴科创板相关政策,在国有企业内部对科技创新企业建立基于市值、现金流等要素的考核评价体系,通过实施差异化、科学化、精准化的考核评价,引导相关国有企业聚焦科技创新、转型升级,进一步深化改革,实现高质量发展。