

# Research on the Impact of Capital Market System Reform on Enterprise Innovation—From the Perspective of Literature Review

Huikuan Li Haoran Zhu

College of Economics and Management, Southwest University, Chongqing, 400715, China

## Abstract

Developing capital market is an important reform direction of China's financial system, and technological innovation is an important way to enhance the core competitiveness of enterprises. In the form of literature review, this paper summarizes the impact of representative institutional reform on enterprise innovation in the capital market, analyzes the mechanism to a certain extent, and finally puts forward countermeasures and suggestions for the government, enterprises and investors.

## Keywords

literature review; capital market; institutional reform; enterprise innovation

# 资本市场制度改革对企业创新的影响研究——基于文献综述视角

李汇宽 朱浩然

西南大学经济管理学院, 中国·重庆 400715

## 摘要

发展资本市场是中国金融系统的重要改革方向,技术创新是提升企业核心竞争力的重要途径。论文以文献综述形式总结了资本市场上代表性制度改革对企业创新的影响效果,并在一定程度上剖析了作用机理,最后分别针对政府、企业和投资者提出了对策建议。

## 关键词

文献综述; 资本市场; 制度改革; 企业创新

## 1 引言

资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用,发展资本市场是中国金融系统的重要改革方向。中国资本市场正在逐步成为金融市场价值发现的功能平台,在优化金融结构、提高社会资金配置效率和激发企业创新等方面发挥着重要作用。然而,资本市场自身具有信息不对称特征,且中国资本市场属于新兴资本市场,发展起步较晚、信息披露质量较低、投机氛围浓厚(李全,2019)<sup>[1]</sup>,存在市场化制度安排不合理、资源配置效率不高(辜胜阻等,2016)<sup>[2]</sup>等

问题。因此,中国资本市场亟需进行供给侧改革,以进一步加强资本市场服务实体经济的功能。

中国共产党的十九大明确提出“加快建设创新型国家”,党的十九届五中全会再次强调“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位,把科技自立自强作为国家发展的战略支撑”“要强化国家战略科技力量,提升企业技术创新能力”。创新是引领高质量发展的第一动力,中国正在实施创新驱动发展战略、推进以科技创新为核心的全面创新,亟需建立以企业为主体的全面而高效的创新体系。技术创新是提升企业核心竞争力的重要途径,更是中国经济长期可持续发展的动力源泉。

【基金项目】重庆市大学生创新创业训练计划资助项目(项目编号: S202110635096);西南大学经济管理学院“经管杯”大学生创新创业项目(项目编号: CEM202111)。

【作者简介】李汇宽(2000-),男,中国山东青岛人,本科,从事资本市场、企业管理和企业创新研究。

作为中国金融体系的重要组成部分,资本市场已成为企业融资的重要来源(辜胜阻和庄芹芹,2016)<sup>[2]</sup>,而加快优化资本市场支持创新型企业的体制机制,能够更好地赋能科技创新(武汉大学国发院创新驱动发展研究课题组,2020)<sup>[11]</sup>。论文旨在对国内外资本市场制度改革与企业创新

的相关文献进行梳理,总结以往文献在证券市场和银行业两大市场方向上的研究成果,对效应和机理进行了归纳,对于进一步推动资本市场制度改革和企业创新的研究和实践具有借鉴意义。

## 2 文献综述

从证券市场来看,2005年,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)发布《上市公司股权分置改革管理办法》,标志着中国的股权分置改革全面铺开。协调政府代理人与私人股东代理人的利益、提高股价信息量成为股权分置改革促进企业创新的主要途径(Tan et al., 2020)<sup>[20]</sup>。2010年,中国证监会启动了A股市场融资融券,该制度的实施虽未显著影响公司的创新投入却明显提升了创新产出(权小锋和尹洪英,2017)<sup>[8]</sup>。具体而言,融券促使创新数量与质量的同步增加,融资却导致二者同步下降(郝项超等,2018)<sup>[4]</sup>。进一步研究发现,融资融券背景下上市公司会采取“重申请数量轻质量”的策略来释放伪利好信号,但通过实质审查的授权数量却只有轻微增长,且多集中于实用新型和外观设计等低质量专利(郝项超等,2018;林志帆和龙晓旋,2019)<sup>[4,6]</sup>,对发明专利的申请量和授权量则并不明显。对此,有学者提出创新产出的“量多质低”现象与地方政府激励模式有关,追求创新产出高质量发展的企业与地方政府“为创新而竞争”而非“为数量而提升”的激励模式有一定关联(吴非等,2021)<sup>[10]</sup>。从影响机理的角度剖析,融资融券主要通过公司治理机制和信息机制对企业创新产生作用(权小锋和尹洪英,2017;郝项超等,2018;Li et al., 2019)<sup>[4,8,18]</sup>。2014年,证监会正式批复开展沪港股票市场交易互联互通机制试点。2016年,深港通正式启动。沪港通和深港通作为中国资本市场对外开放的重大制度改革,起到了缓解融资约束、提高股票流动性(丰若暘和温军,2018)<sup>[1]</sup>、降低外部信贷依赖度、扩大企业研发投入规模(马妍妍等,2019)<sup>[7]</sup>、减轻经理人职业忧虑并抑制其短视行为、调节信息环境等作用(朱琳和伊志宏,2020)<sup>[14]</sup>,因而能够显著提高标的企业的技术创新水平。

也有部分学者将问题进一步推升到股票市场自由化的层面。首先,资本账户自由化意味着更加活跃的企业专利创新(Hou & Xu, 2021)<sup>[16]</sup>。其次,股市自由化同样会促进企业创新,主要依赖于减轻融资约束、强化国内外投资者的风险共担、改善公司治理和减少信息不对称等渠道(Moshirian et al., 2021; Wang, 2021)<sup>[19,21]</sup>。

从银行业来看,首先,中国银行业监督管理委员会(现为中国银行保险监督管理委员会)于2006年和2009年两次出台管制放松政策,加剧了银行结构性竞争,引发了对企业创新的U型非线性影响效应(张杰等,2017)<sup>[12]</sup>,这在一定范围内有助于缓解企业研发投入面临的融资约束问题(唐清泉和巫岑,2015;张璇等,2019)<sup>[9,13]</sup>。其次,银行持股

能够有效缓解融资约束进而推动企业创新(Lai等,2020)<sup>[17]</sup>,由于代理问题和信息环境得到改善,外资银行的进入将显著提高国有企业的专利申请水平和质量(Gu等,2020)<sup>[15]</sup>。此外,利率市场化缓解了企业融资约束、使研发投入增加,有助于全面提升企业创新能力,这一点在“为创新而竞争”而非“为数量而提升”的地方政府激励下格外明显(吴非等,2021)<sup>[10]</sup>。

## 3 研究结论与对策建议

论文通过梳理总结中国资本市场过去20年中典型的制度变革与企业创新相联系的文献,发现资本市场的制度改革通过发挥纾解企业融资约束、改善代理问题、缓解信息不对称等一系列作用来促进企业的技术创新,提升上市公司的创新投入、创新产出和创新效率。论文的研究结论对政府、上市公司和投资者都具有重大的现实意义。

对政府而言,一是有利于政府及时有效地考察资本市场制度改革的实施效果,适时修正和完善相关政策,确保制度改革平稳过渡,促使金融市场稳定发展;二是有利于政府加深对新制度的政策效果和影响路径的认识,为推进资本市场进一步深化市场化改革以及制定相关政策提供经验借鉴;三是有利于政府在未来资本市场的市场化程度进一步加深的阶段,有针对性地通过提高信息披露要求、引导公司治理等手段促进企业创新;四是有利于监管部门有针对性地加强监管,完善市场监管制度,提高风险抵御能力,使中国市场健康平稳运行,并出台激励企业创新的相关政策,为企业加快技术创新有效赋能。

对上市公司而言,一是有利于公司加深对新制度、新政策的理解并加以合理运用,为扩大创新投入、提高创新产出、提升创新效率创造条件,推动公司更好地进行研发创新,进而促进公司价值的提升和公司的高质量发展;二是有利于公司深刻认识到资本市场制度变革进程中的一些机遇和风险,要抓住机遇,规避或化解风险,促进公司在资本市场市场化改革背景下平稳健康发展。

对投资者而言,有利于投资者深入了解资本市场制度改革对企业创新的影响,为投资者选择投资标的、进行理性的投资决策提供更多的理论支撑。未来当政府及有关部门实施或修订相关政策时,投资者能够更好地预测公司的基本面变化和股价变动,及时地调整投资策略,优化资源配置和有效防范或分散金融风险,实现更高的收益。

## 参考文献

- [1] 丰若暘,温军.沪港通会促进中国国有企业技术创新吗?[J].产业经济研究,2019(4):88-100.
- [2] 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.
- [3] 辜胜阻,庄芹芹,曹誉波.构建服务实体经济多层次资本市场的路径选择[J].管理世界,2016(4):1-9.
- [4] 郝项超,梁琪,李政.融资融券与企业创新:基于数量与质量视角的分析[J].经济研究,2018,53(6):127-141.

- [5] 李全.中国资本市场补短板的重要举措——推进股票发行注册制改革[J].人民论坛,2019(17):76-77.
- [6] 林志帆,龙晓旋.做空威胁能否激励中国企业创新[J].世界经济,2019,42(9):126-150.
- [7] 马妍妍,俞毛毛,程京京.资本市场开放促进企业创新了么?——基于陆港通样本的微观证据[J].财经论丛,2019(8):39-52.
- [8] 权小锋,尹洪英.中国式卖空机制与公司创新——基于融资融券分步扩容的自然实验[J].管理世界,2017(1):128-144+187-188.
- [9] 唐清泉,巫岑.银行业结构与企业创新活动的融资约束[J].金融研究,2015(7):116-134.
- [10] 吴非,申么,祝佳,等.利率市场化对企业技术创新的驱动效应研究——异质性特征、微观机理与政府激励解构[J].中国软科学,2021(8):120-129.
- [11] 武汉大学国发院创新驱动发展研究课题组.创新驱动发展的国家意志与企业行为[J].宏观经济管理,2020(4):1-6.
- [12] 张杰,郑文平,新夫.中国的银行管制放松、结构性竞争和企业创新[J].中国工业经济,2017(10):118-136.
- [13] 张璇,李子健,李春涛.银行业竞争、融资约束与企业创新——中国工业企业的经验证据[J].金融研究,2019(10):98-116.
- [14] 朱琳,伊志宏.资本市场对外开放能够促进企业创新吗?——基于“沪港通”交易制度的经验证据[J].经济管理,2020,42(2):40-57.
- [15] Gu, L L. Entry of foreign banks, state ownership, and corporate innovation[J]. Pacific-Basin Finance Journal,2020,61(5):101340.
- [16] Hou, F F, Xu, X P. Capital account liberalization and firm innovation: Worldwide evidence[J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance,2021,139(8):985-101.
- [17] Lai, S J, Li, X R, et al. Does bank shareholding impact corporate innovation? Evidence from China[J]. Economic Modelling,2020,92(7):57-69.
- [18] Li, C T. Short-selling and corporate innovation: evidence from the Chinese market[J]. China Journal of Accounting Studies,2019,7(3):293-316.
- [19] Moshirian, F. Stock market liberalization and innovation[J]. Journal of Financial Economics,2020,139(8):985-1014.
- [20] Tan, Y X. The real effect of partial privatization on corporate innovation: Evidence from China's split share structure reform[J]. Journal of Corporate Finance,2020,64(6):101661.
- [21] Wang, S X. How does stock market liberalization influence corporate innovation? Evidence from Stock Connect scheme in China[J]. Emerging Markets Review,2020,47(2):100762.