

如何激励企业创新

田轩



田轩 清华大学五道口金融学院金融学讲席教授

论坛的主题是“资本市场和实体经济”，我分享的主题专注于创新，也就是说资本市场怎么能够帮助和激励企业的技术创新。有一家著名媒体曾经面向读者做过一个调查，问你认为过去150年最大的创新是什么？不是智能手机，也不是电灯泡，而是抽水马桶。抽水马桶的发明的确大大提高了卫生水平、降低了传染病率、延长了人的寿命，所以被认为是近150年来最佳的技术创新。可以说我们国家在过去二三十年来取得了非常多的重大创新成果，比如说中国已经进入高铁时代，中国的高铁大家都知道，非常便捷、高效、舒适，我在美国学习、工作十几年，有亲身体会，

可以说美国的铁路跟中国完全不在一个数量级，欧洲的铁路也完全不在一个数量级。中国也有很多其他的技术创新，像首颗量子通信卫星天宫2号等等，我们国家有一系列的创新政策，比如国家创新驱动发展战略、“一带一路”供给侧结构性改革、大众创业万众创新等等。专利水平方面，1995年我们几乎从零做起，在过去二三十年来有一个指数级增长，2015年我们超过美国成为全球最大的专利所有国或者专利拥有国。如果我们仅以专利指标来衡量一个国家的创新水平，毫无疑问中国的创新水平已经达到了世界的最高峰。但是我的学术研究是研究技术创新、研究金融和创新的关系，我研究过中国的专利，可以说我们国家的专利水平还远远落后于美国和其他国家。

为什么创新这么难？因为创新是一个漫长、充满了挫折和失败的过程，所以我们如果用传统的业绩绩效合约来激励创新，激励发明者、科学家、研究者去做创新，是无效的。

今天我的分享主要想从几个方面来探讨如何激励技术创新。这里边每一个要素都是基于我和我的团队非常严谨的学术研究做出来的，**我会提四个重要的要素：第一，容忍失败的文化氛围；第二，一种崭新的创投组织形式；第三，“不太积极”的二级资本市场；第四，稳定的宏观政策导向。**

第一，容忍失败的文化氛围。现在大家关注的都是中国三千多家上市公司、美国三千多家上市公司，这些公司走到今天其实都是从一个、两个人，一个崭新的创意慢慢发展起来的，在他们背后有几百万、上千万家创业型企业，相当长的一段时间内这些创业型企业都是不赚钱而且要烧钱的，然后慢慢发展到上市，这个过程极其漫长，失败率极其高。很多成功的创业者其实并不是第一次创业就能成功，很多是连续创业者。所以我们要想激励创新，要想激励他不断去发现新技术、新产品和新的商业模式，就需要对他的失败采取一种容忍的态度，而不是说一失败就再也不给他融资或者再也不相信他的商业计划书。

有一组数据显示，美国初创企业占 15%，其中 27% 在第一年倒闭；中国的中小企业平均投资不到 7 年，绝大多数企业创业初期都死掉了，中国每分钟诞生 8 家公司，失败率高达 80%，平均寿命 2.5 年；大学生创业失败率高达 95%，如果一个年轻人创业 100 家有 95 家都是要死掉的。我们对他们应该是什么态度？这其实关系到一个国家的创业和创新，通用之父也提到成功和失败的问题。美国著名的 3M 公司 CEO 讲：失败是可以的，而且我鼓励我的员工去失败，只有在不断失败的情况下我才能够去激励创新。

第二个元素，崭新的创投组织形式。我们先做对比，传统风险投资的核心是一个有限合伙企业，从有限合伙人 LP 那儿去融钱放到资金池里面，由 GP 来管一个个项目。我们今天要给大家介绍的是一种崭新的创投组织形式，就是企业风险投资 CVC，CVC 在资产端是一模一样的，投的都是那些早期的创业企业，但是在资金端和传统的不一样，资金来源是背后的母公司，就是一个非金融类企业设立的风险投资基金。美国的风险投资源于上世纪 40 年代，第一次 CVC 大概在上世纪 60 年代左右，现在美国做得最好的 CVC，像英特尔、谷歌、微软、戴尔等都有他们自己的风

险投资。

中国是在上个世纪 90 年代开始慢慢发展起来，腾讯、阿里、百度、联想等等，都有自己的 CVC 基金，CVC 和 IVC 最重要的区别是什么？传统意义上的 VC 是以盈利为目的，投资最终目的是考虑财务回报，能赚 50% 的回报绝对不会去赚 49%。但是 CVC 是不一样的，CVC 的主要投资目标是为了背后母公司进行战略上的布局，可以是上下游产业链的布局，可以是想进入的新行业，所以财务回报并不一定是唯一的考量。而且 CVC 很重要的特点是，它使用母公司自有的资金，母公司能够源源不断提供技术和资金支持，而且存续期超常。

美国一般风险投资的存续期是 10+2，就是 10 年一定情况下可以延长 2 年，我们国内比较短，大概是 5+2。但即使是 10+2，在投资一个项目时总有基金到期的时候，但是 CVC 和 IVC 是不一样的，因为依托于背后的母公司，只要背后的母公司还在，就可以一直在这个项目持续投下去。因为 CVC 的投资存续期非常非常长，就可以支持那些处于早期的企业，然后慢慢地去培育和扶持，让它慢慢发展，能够激励这些企业进行创新。

其实 CVC 本质上我们叫做综合体，综合了大型企业通过研发中心进行创新和传统意义上 IVC 通过投资创业企业来进行创新的特点，所以 CVC 有很多优势，比如说有很强的技术资金支持，它背后的母公司可以提供技术支持，有很多战略性考量，能够有市场和政策的预测，同时对风险和失败有高度的容忍性，所以 CVC 相对于 IVC 是能够支持技术创新的，我们在发展一级市场的时候应该关注 CVC。

至于二级资本市场，我这里有一个“不太积极”的二级资本市场，里面有四个要素，第一个要素是反收购条例。2016 年和 2017 年的“宝万之争”可能大家都非常熟悉，其实是给我们全中

国一个非常好的公司治理的教育。大家知道公司治理有内部治理和外部治理，内部治理包括董事会结构、高管薪酬等等；外部治理就需要一个非常活跃的控制权市场，时时刻刻有门口的野蛮人觊觎你的公司，如果你的高管不作为他们就可以进来把你的高管换掉，正因如此公司的高管才不敢懈怠，努力工作。

但是创新是非常长期的投资，短期内看不到业绩表现，甚至短期内因为大量投资业绩表现可能是负的，这时候我们就不太希望有那些门口的野蛮人。我们希望把真正做创新的那些高管保护起来，让他们能够专注于企业长期的投资和创新，这就是为什么我们看到美国很多公司像谷歌、脸书都采取了AB股的形式，包括像阿里远赴美国上市，也是要保证AB股的形式，就是要保证企业掌握在创始人的手里不受资本干扰。

我和我的合作者发现，公司的股东大会投票通过了减少一个反收购条例的情况下，它的创新水平会减少9%，创新质量会减少4%，它背后的逻辑就是当这些高管没有被保护起来的时候就会担心受到短期资本的干扰而不会进行长期创新，所以这是短期和长期的重要矛盾。

第二个要素是股票的流动性。股票的流动性可以减少交易成本，减少信息不对称等等。但是从激励创新这个角度来说，高股票流动性并不一定是好事，因为当股票流动性非常高的时候可能会吸引那些快进快出的短期机构投资者和散户，他们不理解企业在做什么，他们只是想去换取短期回报，这些快进快出的投资者可能会给高管造成短期的业绩压力，而使他们忽视长期的技术创新。

第三个要素就是长期的机构投资者，创新需要长期的投资，很多投资者特别是机构投资者可能专注的是短期回报，关注一个月一个季度的回报。我们需要的是长期机构投资者能够选择非常好的创新型企业，他们能够很好地监管它，能够

在必要的时候进行干预，告诉管理层怎么做，同时减少管理层的职业风险。当有人质疑管理层的时候他就可以对管理层进行保护。

我们主要关注的就是对冲基金，通过对冲基金长期的干预，可以有几个渠道，比如说收缩企业比较低效率的创新，重新配置科研人员，进行专利交易把那些不是很好的专利卖出去，也可以通过管理层的变更提高企业的管理水平。

最后一个要素就是分析师，我们一提到卖方分析师就会觉得他们非常好，非常紧密地追踪企业，他们来研究企业的信息和财务报表，然后他们也能减少信息不对称，能够减少企业的融资成本，甚至在美国很多企业的财务丑闻都是这些分析师发现的。这些分析师太关注于企业的短期业绩，他们经常会给企业设定下一个季度你的收入目标。很多高管就会受到这些短期收入目标的束缚。高管非常害怕它的每股赢利或者是业务指标没有达到分析师的预计，他们的报酬机制是和公司的股票高度相关的。

最后一条就是稳定的宏观政策导向。我们知道要激励企业创新需要一个宏观的政策，宏观的政策需要很多稳定的导向。去年特朗普上台，大家都在讨论会有各种各样的不切实际，政治风险、利率风险、汇率风险、贸易风险等等。在衡量政策不确定性里，我们有不同的指标，各种各样的黑天鹅事件也导致了政策具有不确定性。这种不确定性对创新有非常负面的影响，也就是当企业家们不知道下一年的政策是偏左还是偏右的时候，这些企业家能做的事情就是等，减少他对创新的投资。

总结一下如何激励企业创新，需要容忍失败的文化环境；需要一种崭新的创投组织形式也就是所谓的CVC；需要“不太积极”的二级资本市场；同时也需要稳定的宏观政策导向。