光华MBA课程体系

全日制MBA必修课共有19门，34学分，非全日制略有不同

序号	课程名称	学分	学期安排
1	批判思维与商业伦理	1	第一学期
2	财务会计	2	第一学期
3	管理经济学	2	第一学期
4	世界政治经济环境中的中国	2	第一学期
5	数据分析与统计决策	2	第一学期
6	组织行为学	2	第一学期
7	战略管理	2	第一学期
8	商务英语	2	第一学期
9	中国式现代化的理论与实践【仅大陆学生】	2	第一学期

序号	课程名称	学分	学期安排
10/11	公司财务I&II	4	第二学期
12	运营管理	2	第二学期
13	商业模拟与领导力反思	2	第二学期
14	企业社会责任	1	第二学期
15	营销管理	2	第二学期
16	国际商务方略	1	第二学期
17	整合实践【仅全日制】	3	第二学期
18	新时代中国特色社会主义经济理论与实践【仅大陆学生】	1	第二学期
19	MBA论文指导与写作	1	第三学期

- 《中国式现代化的理论与实践》，仅针对大陆学生，留学生和港澳台学生对应上《中国概况》；
- 《新时代中国特色社会主义经济理论与实践》仅针对大陆学生，海外学生不上，但需多修1学分选修课



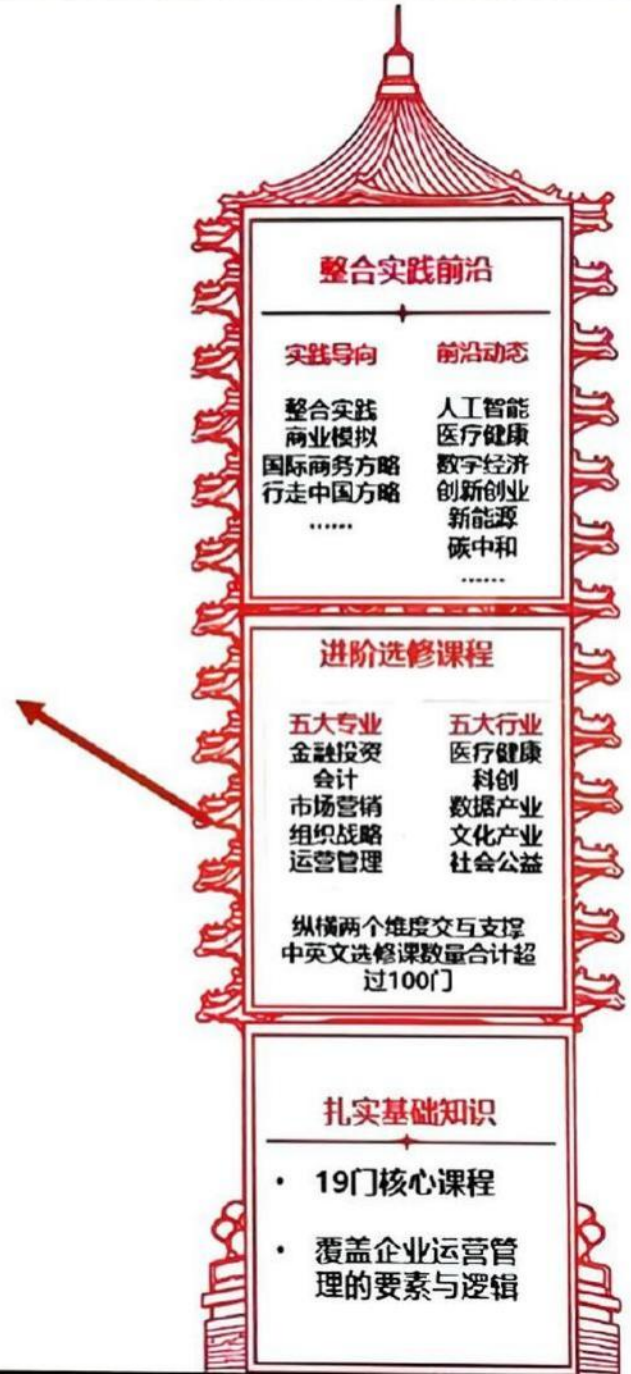
光华MBA课程体系

五大专业方向

- ◆ 金融与投资方向
- ◆ 会计方向
- ◆ 市场营销方向
- ◆ 组织与战略管理方向
- ◆ 运营管理方向

五大行业方向

- ◆ 医疗与健康产业方向
- ◆ 科技与创新创业方向
- ◆ 数据产业方向
- ◆ 文化产业方向
- ◆ 社会公益管理方向



光华MBA课程体系

行业周课程

医疗健康产业

科技前沿与产业应用

专精特新企业成长

ESG探索与实践

共同富裕

校企联合课程

McKinsey&Co

Temasek

中金公司

BCG

Ernst& Young

Bridgewater

The World Economic Forum

商学院联合课程

Guanghua-Wharton Joint Course

Guanghua-Stanford Joint Course

Start-up Garage

China's Financial System

Design Your Life Mini Workshop



整合实践前沿

实践导向	前沿动态
整合实践 商业模拟 国际商务方略 行走中国方略 ……	人工智能 医疗健康 数字经济 创新创业 新能源 碳中和 ……

进阶选修课程

五大专业	五大行业
金融投资	医疗健康
会计	科创
市场营销	数据产业
组织战略	文化产业
运营管理	社会公益

纵横两个维度交互支撑
中英文选修课数量合计超过100门

扎实基础知识

- 19门核心课程
- 覆盖企业运营管理的要素与逻辑

MBA课程节奏

--以北京非全日制综合管理MBA为例



自我介绍

- 田轩　北京大学光华管理学院院长、北京大学博雅特聘教授（2026 – ）
  - 经济学学士、北京大学（2001）
  - 金融学博士，波士顿学院 （2008）
  - 美国印第安纳大学金融学终身教授、副教授、助理教授（2008–2014）
  - 清华大学五道口金融学院金融学讲席教授（2014–2026）、副院长（2018–2026），清华大学国家金融研究院院长（2024–2026）
- 主要社会兼职与研究成果
  - 第十四届全国人大代表（2023–2028）
  - 长江学者(2016)、国家杰青(2018、2024)、复旦管理学杰出贡献奖（2022）
  - 深交所创业板第一届上市委委员和并购重组委委员 （2020 – 2023）
  - 证监会第六届上市公司并购重组委委员(2016 – 2019)
- 研究兴趣
  - 中国经济、公司金融、科技金融、风险投资

7.30政治局会议是全年经济政策“中场定调”的关键节点

1–2月 · 开年布局	4月 / 7月 · 核心经济定调	5–6 / 8–9月 · 专项缓冲	10月 · 加开复盘	12月 · 年末收官
审议五大党组工作报告；筹备全国两会，审议《政府工作报告》，逢规划年审议纲要草案	4月底研判一季度形势；7月底年中复盘、部署下半年方向，是全年关注度最高的常规节点	无强固定议题，灵活排布区域战略、改革方案、民生应急、全会文件审议等专项内容	部分年份加开，复盘前三季度经济运行，或衔接中央全会文件终审与精神落实	定调次年经济工作，锚定中央经济工作会议总基调；同步部署党风廉政建设与反腐

全年政治局会议规律 全年常规召开10–12次，形成“季度定调、首尾闭环、前置筹备、专项穿插”的议事节奏

1 经济议题季度化闭环

以4月、7月、12月为三大固定定调节点，部分年份补充10月复盘，构建常态化宏观政策校准机制

2 党建反腐首尾呼应

年初压实系统政务责任，年末部署廉政反腐工作，形成完整的年度党建工作链条

3 重大会议前置筹备

全国两会、中央全会均对应专属筹备窗口期，通过会前多轮审议保障重大议程平稳落地

经济形势背景：总量平稳，二季度边际承压后有望回升

上半年GDP同比增长4.7%，全年预计约4.7%

季度GDP同比增速（%）



结构判断

总量平稳，结构优化

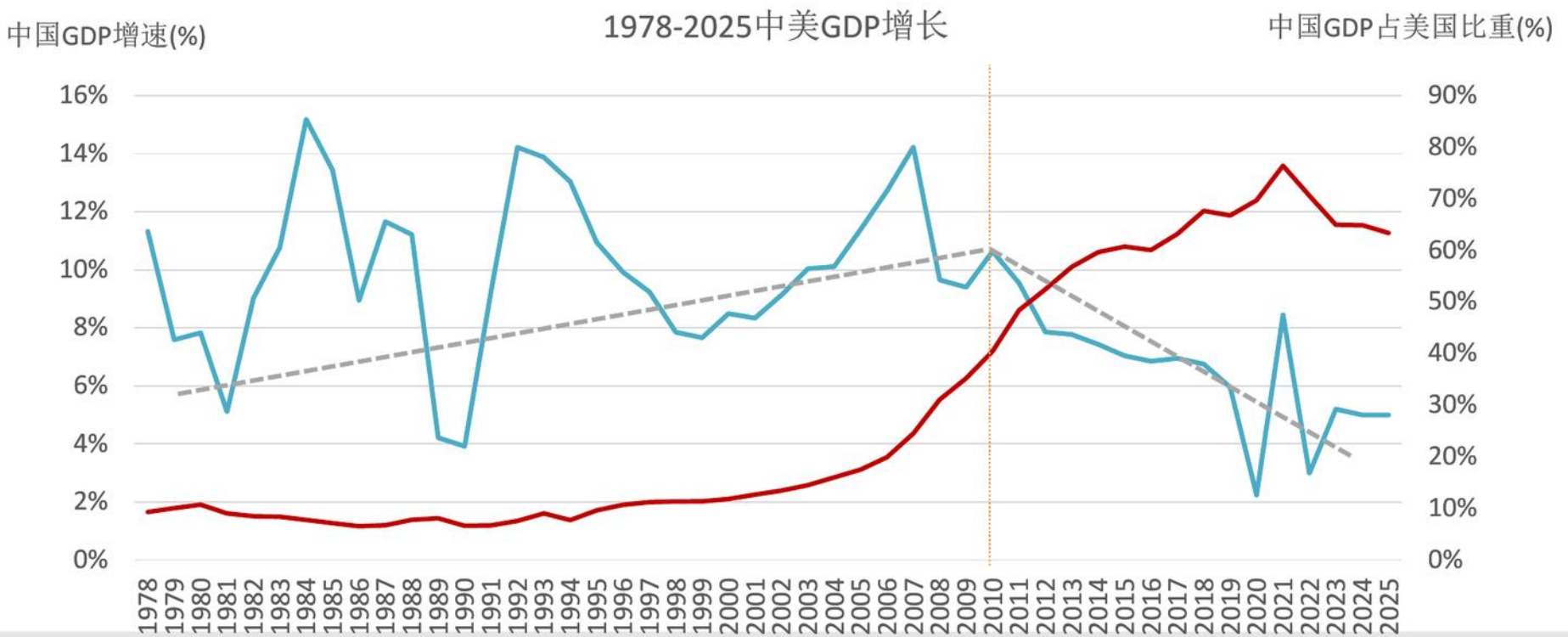
积极面：人工智能、高端装备等新动能较快增长，工业、服务业、进出口逐月改善

压力面：消费内生动力不足、投资增速下滑、房地产调整尚未到位，外部环境不确定性上升

核心矛盾：内需不足与新旧动能接续不足并存

中国经济增长模式

中国经济增长模式	过去40年，由高速增长向**中高速增长**阶段转换
中美经济总量对比	过去40年，从占比**10%**增长到占比**66%左右**



长期视角下的中国经济前景



从 4.3% 到 6.05%

创新

7.30政治局会议总体判断与具体部署：巩固回升基础，六大方向协同推进

总体判断

总结2026上半年：我国经济呈现动能向新、结构向优的发展态势，高质量发展取得新成效。新质生产力稳步壮大，上半年GDP同比增长4.7%，主要经济指标运行在合理区间，民生保障持续加强，经济展现出较强韧性与活力。

部署2026年下半年：坚持稳中求进工作总基调，加快推动新旧动能转换，实施好**更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策**，加大逆周期调节力度，推动经济持续**向新向优向好**发展。

具体部署·六大方向

01 有效扩大国内需求，挖掘服务消费潜力，扩大有效投资，全方位夯实内需支撑

02 稳定房地产市场，提升资本市场韧性和信心，切实筑牢经济安全屏障

03 加快推动新旧动能转换，以科技创新引领现代化产业体系建设

04 进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资

05 有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线

06 加大保障和改善民生力度，持续增进人民群众福祉

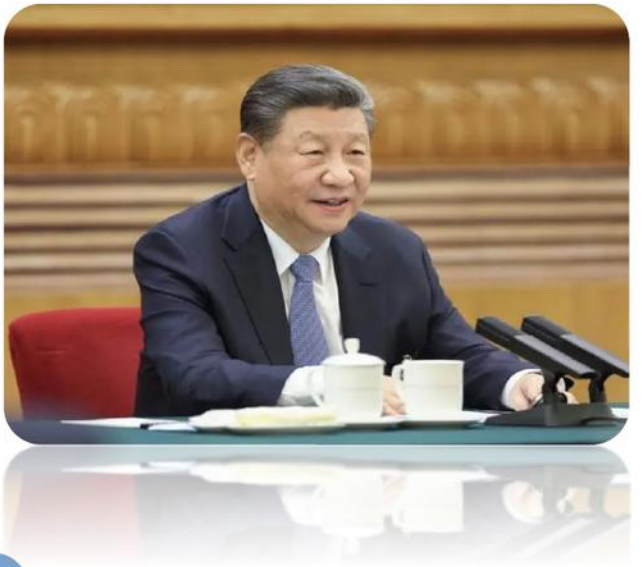
实体经济发展新需求：新质生产力

1. 2023年9月，习近平总书记在黑龙江考察时首次提出“新质生产力”，指出要“整合科技创新资源，引领发展战略性新兴产业和未来产业，加快形成新质生产力”。

2. 2024年1月31日，习近平总书记在中共中央政治局第十一次集体学习时进一步指出，“新质生产力是创新起主导作用，摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径，具有高科技、高效能、高质量特征，符合新发展理念的先进生产力质态。科技创新…是发展新质生产力的核心要素”。

3. 2024年3月5日，十四届全国人大二次会议期间，习近平总书记在参加江苏代表团审议时进一步强调，要牢牢把握高质量发展这个首要任务，因地制宜发展新质生产力。

   2026年3月12日十四届人大四次会议通过的《十五五规划》提出“健全因地制宜发展新质生产力体制机制”。



新质生产力

三个核心要素

科学技术革命性突破
生产要素创新性配置
产业深度转型升级

三个主要特征

高科技
高效能
高质量

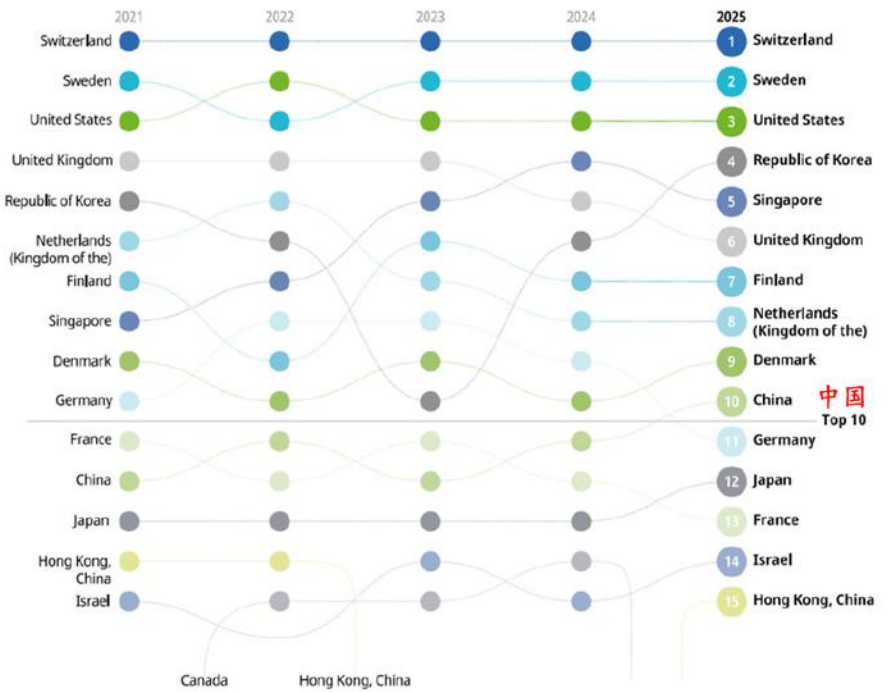
两个“摆脱”

摆脱传统经济增长方式
摆脱传统生产力发展路径

外部技术封锁，关键领域“卡脖子”

2025年全球创新指数排名中，中国位列第十；关键技术依然面临被“卡脖子”的问题

2021-2025全球创新指数排名



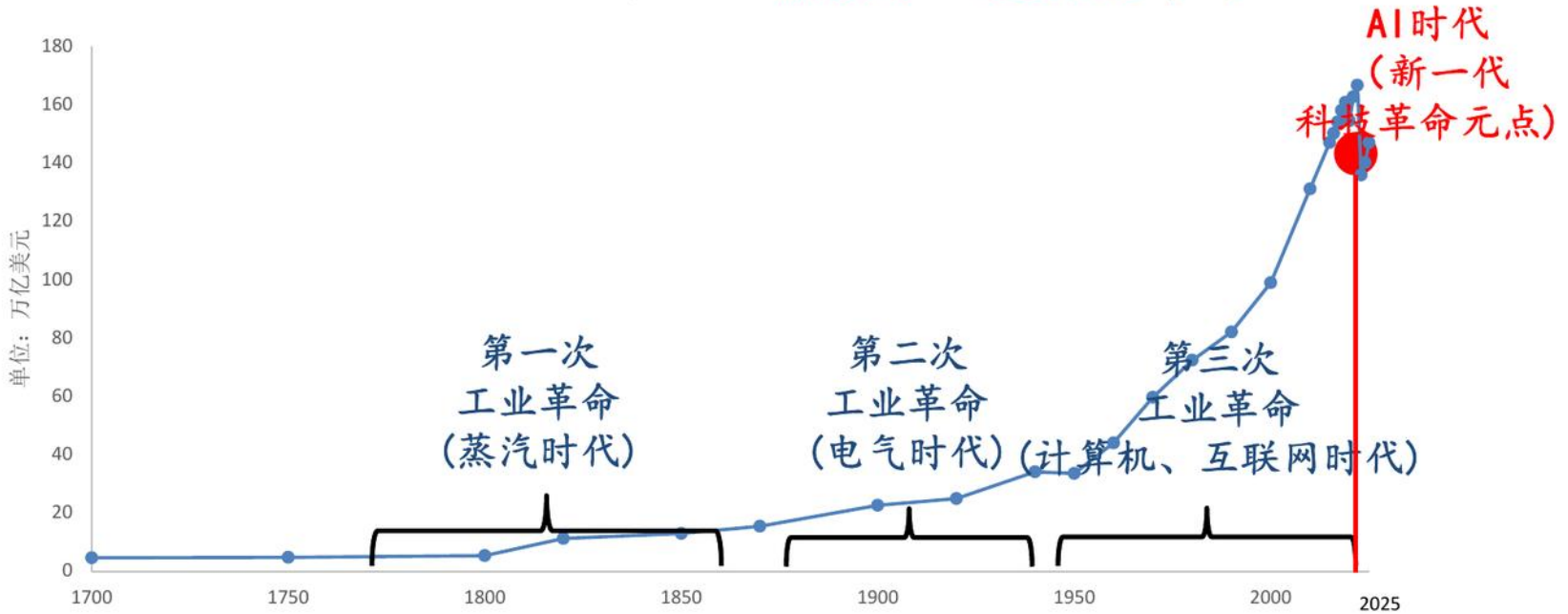
中国被“卡脖子”的关键技术（部分）



资料来源： WIPO 2025 年全球创新指数

过去300年全球GDP发展趋势

人类历史的每一次经济跃迁**都源于一次科技革命**

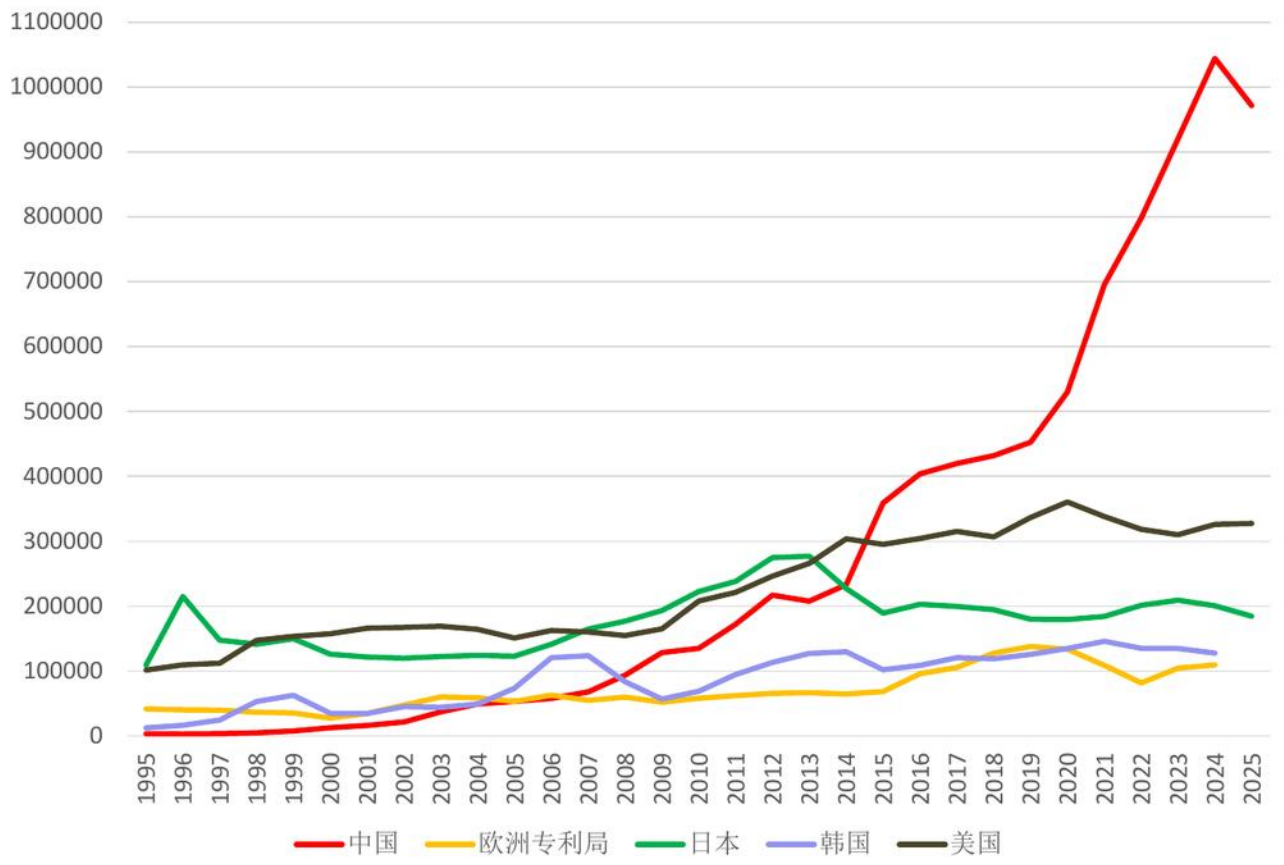


从公元元年开始到1760年(工业革命开始)，全球经济增长**4倍**
从1760年开始到2025年，全球经济增长**30倍**

数据来源：世界银行

中国创新

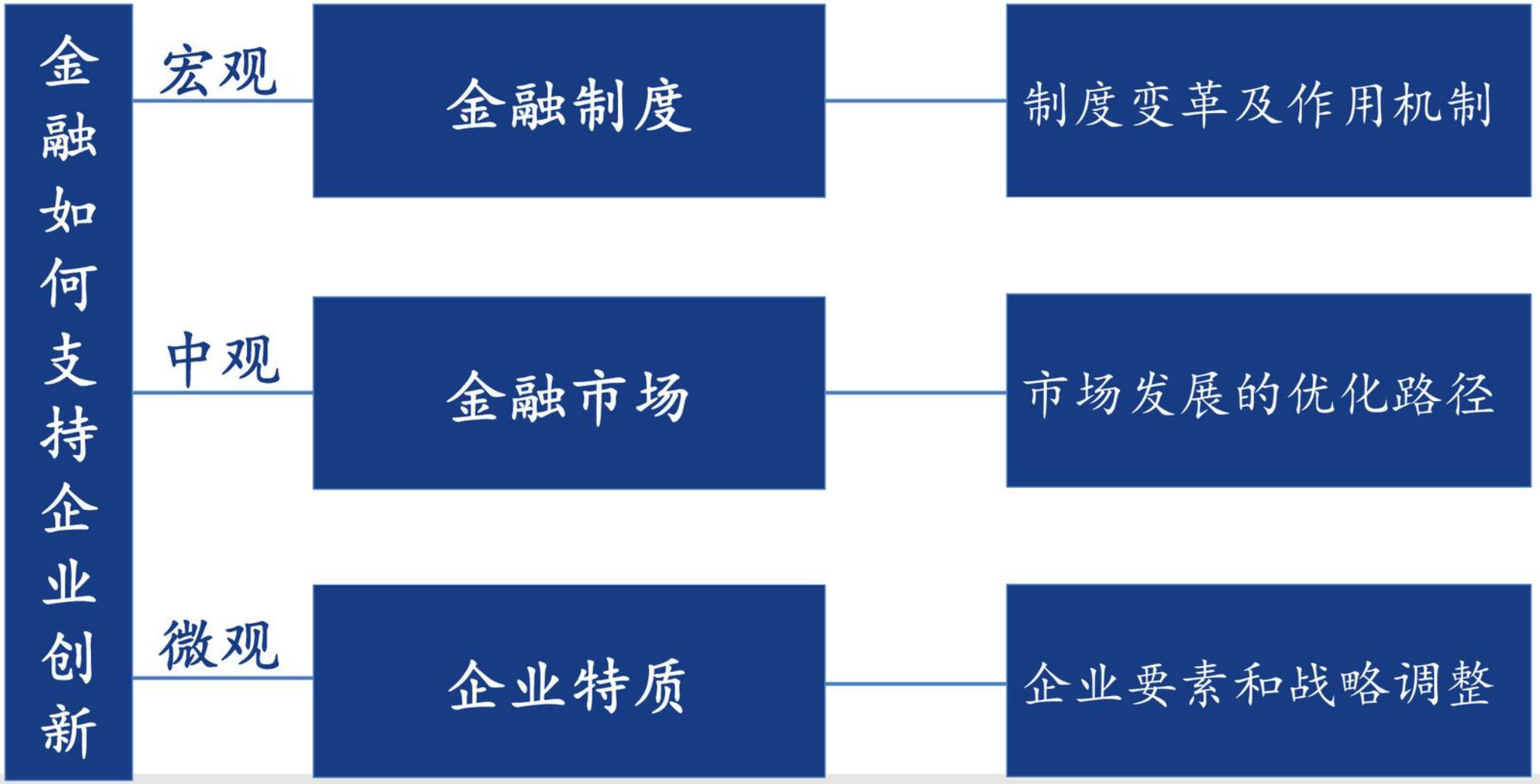
- 大众创业、万众创新
- 国家创新驱动发展战略
- 新发展理念
- 发展新质生产力



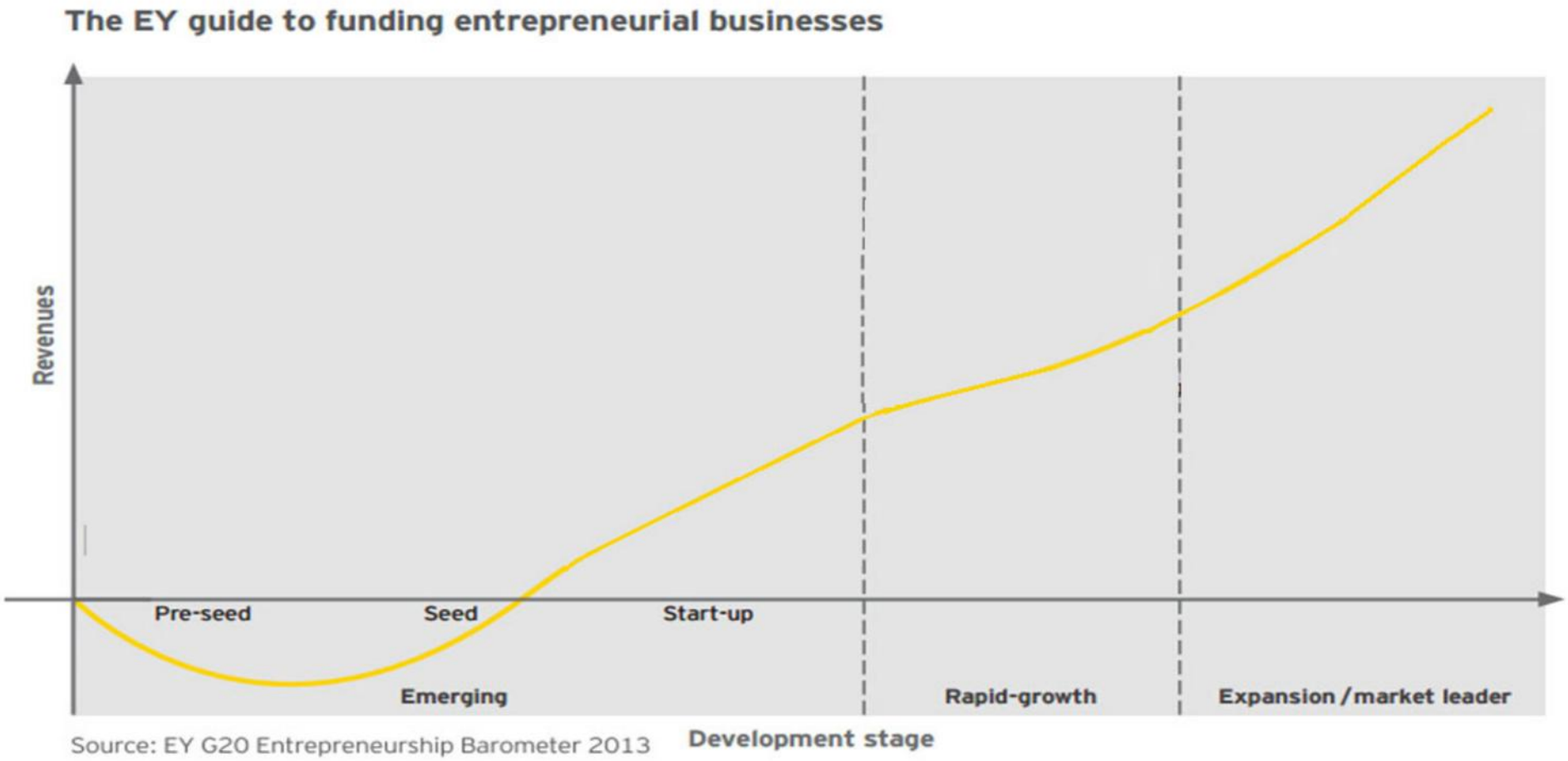
创新为什么这么难？

- 周期长
- 不确定性大
- 失败率高
- 绩效合约？需要新的激励方式

理论框架


金融如何支持企业创新
宏观
金融制度
制度变革及作用机制
中观
金融市场
市场发展的优化路径
微观
企业特质
企业要素和战略调整

创业周期



Source: EY G20 Entrepreneurship Barometer 2013

风险投资影响企业创新

- 上世纪40年代，美国政府为解决新兴中小企业融资困难的问题，主导成立了第一家风险投资公司——美国研究与发展公司（ARD），其主要业务是为新成立并处于快速增长中的企业提供权益性融资。
- 甲骨文、谷歌、Facebook、PayPal、YouTube等著名互联网公司在创立初期都接受过风险投资机构红杉资本的融资。

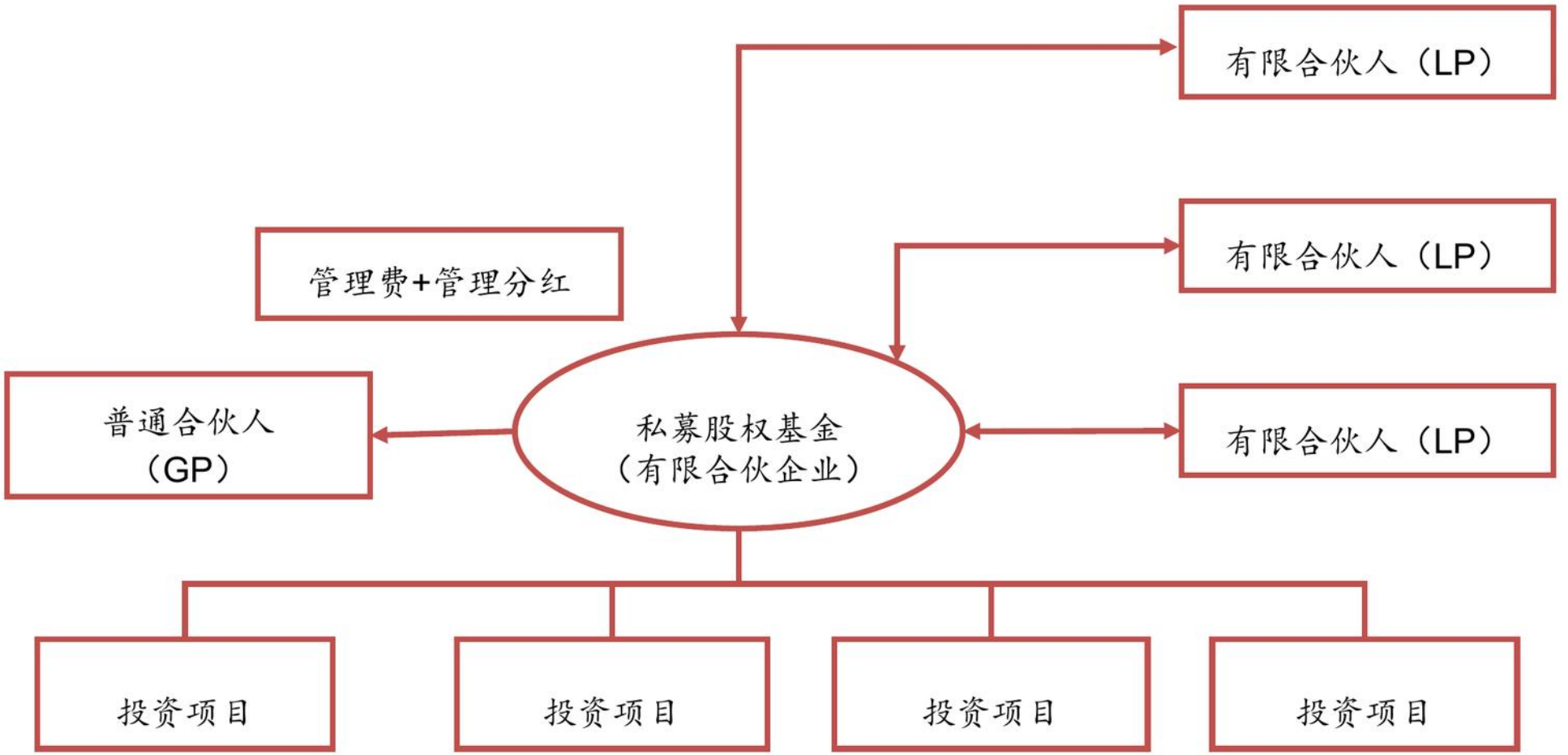








什么是风险投资


有限合伙人（LP）
有限合伙人（LP）
有限合伙人（LP）
管理费+管理分红
普通合伙人
（GP）
私募股权基金
（有限合伙企业）
投资项目
投资项目
投资项目
投资项目

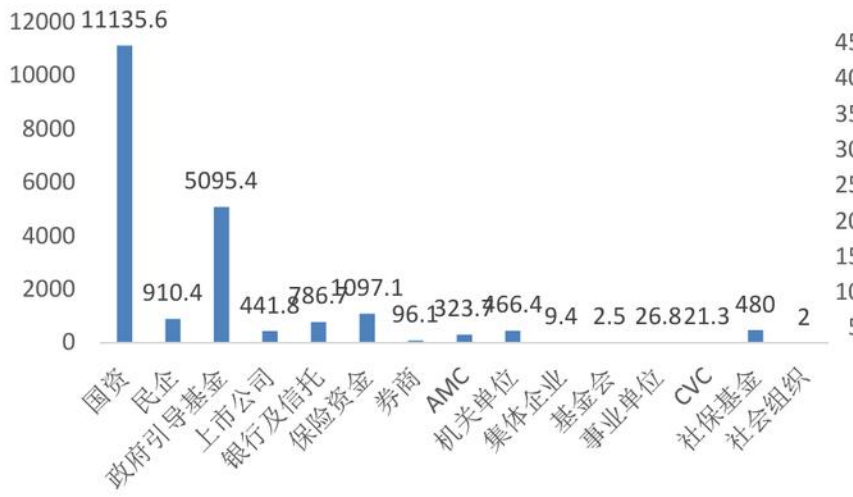
中美私募股权基金比较

	国外基金	国内基金
存续期	10-12 年	5-7 年
LP构成	机构投资者 (养老基金、大学基金会、保险机构)	政府出资平台/政府机构、 个人、产业资本
LP在基金管理中的角色	不积极	积极

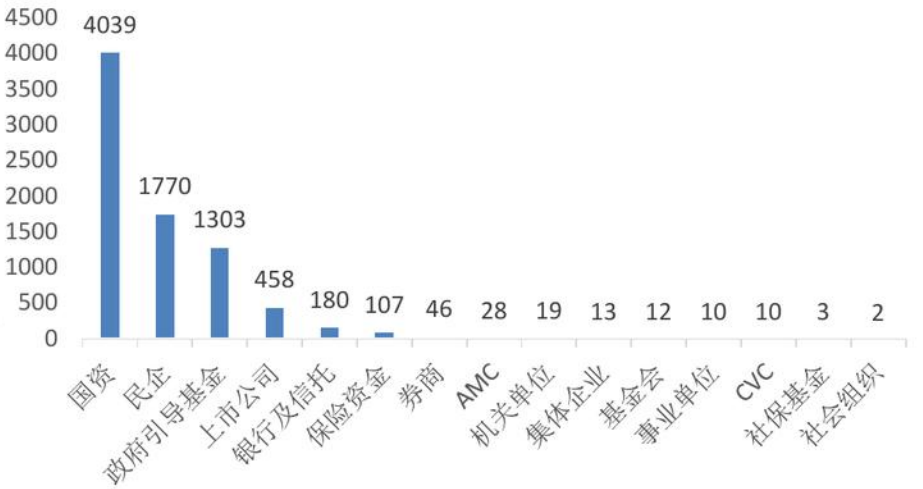
中国私募市场LP构成

- 2025年，我国股权投资市场新增备案私募股权、创投类基金4926只，基金的披露认缴出资总规模超20895亿元。其中，政府引导基金和国资的合计披露认缴出资金额16321亿元人民币，占比达到78%，国资背景LP是我国募资市场的重要支撑。

2025年主流机构LP分布（按认缴规模）



2025年 主流机构LP分布（按出资笔数）



数据来源：LP投顾

“超级创业者”的特质

年轻的

进取的

有想象力的

专注产品的

有持久力的

有好奇心的

自我驱动的

出身不好（屌丝）

总持反对意见的

凡事只靠自己

节俭的（吝啬的）

没有安全感的

疯狂的

孤僻的

非传统的（标新立异的）

不听话的

不好相处的

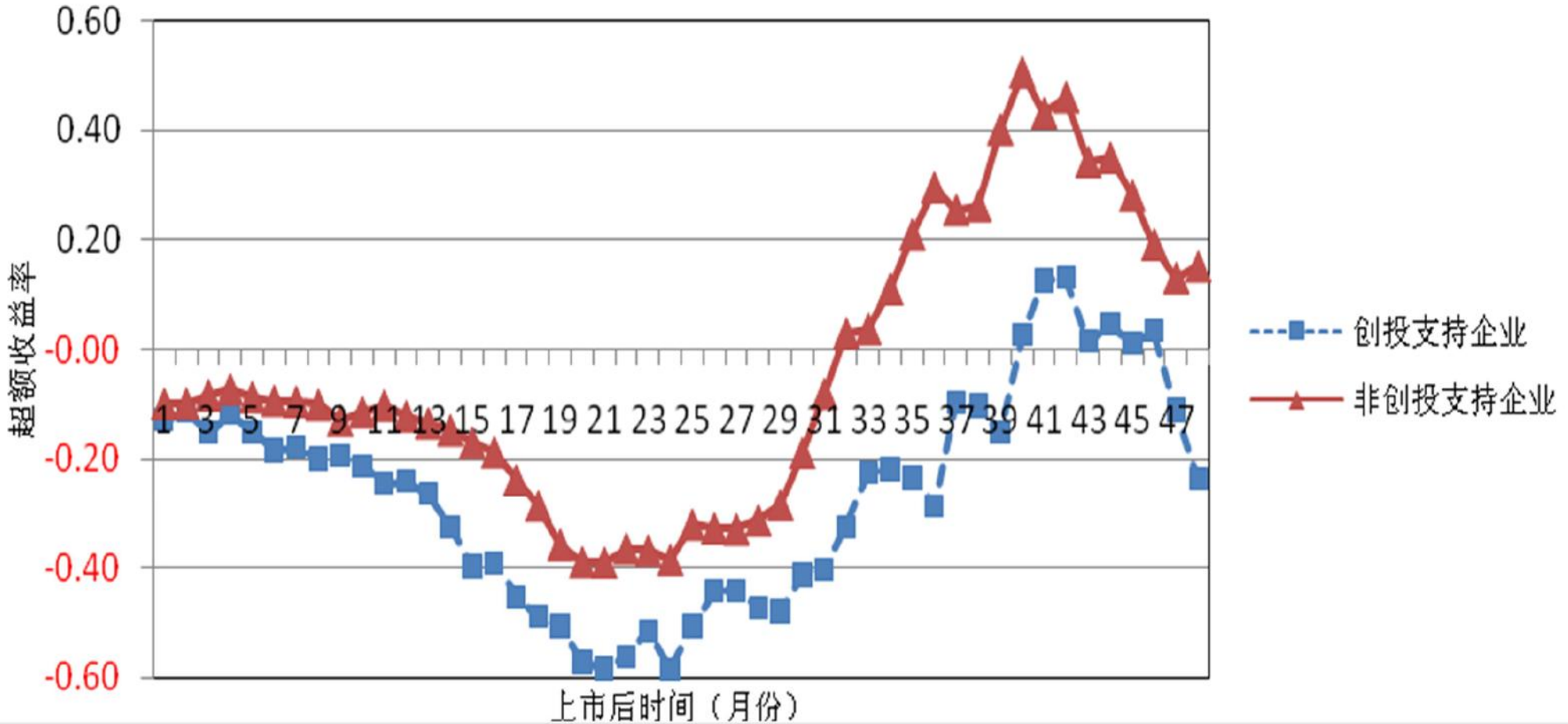
多疑的

冷漠的

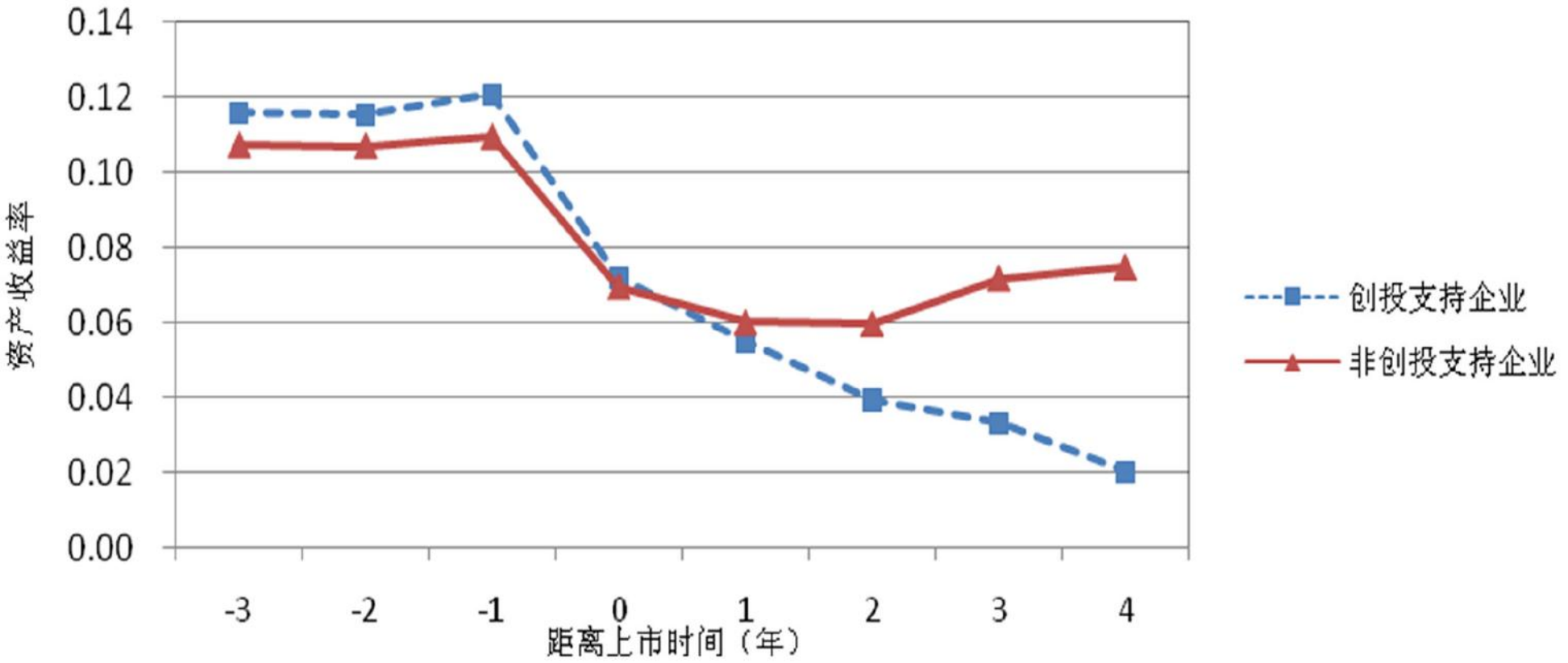
自私的

两类企业上市后的资本市场表现

深圳中小板2004—2008年间的273家企业，经深圳A股综指调整的超额收益率



两类企业上市前后资产收益率比较



深圳中小板2004—2008年间的273家企业

风险投资的失败容忍度如何影响公司创新？（Tian and Wang，RFS）

◆ 实证结果

因变量	创新数量		创新质量	
	(1)	(2)	(3)	(4)
领投VC失败容忍度	0.409***		0.346***	
	(0.095)		(0.079)	
VC辛迪加失败容忍度		0.343***		0.317***
		(0.129)		(0.098)
控制变量	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本量	11239	11239	11239	11239
R^2	0.303	0.300	0.249	0.247

企业风险投资（CVC）

- 非金融类企业设立风险投资基金，通过附属机构直接进行风险投资
- 例子：
  - 美国：英特尔、谷歌、通用、微软、戴尔、甲骨文等
  - 中国：腾讯、阿里、百度、小米、华为、联想等

细分	CVC名称				
新能源汽车	北汽产业投资基金	蔚来资本	三一重工	长城汽车	上汽创投
	广汽资本	东风集团	博世产投	比亚迪	一汽资本
	福田汽车	广丰投资	理想汽车	小鹏汽车	戴姆勒集团
互联网	京东集团	美团龙珠	腾讯投资	蚂蚁生态基金	快手产投
泛科技	科大讯飞	众安保险	商汤科技	用友产业基金	赛意产业基金
3C 硬件厂商	TCL创投	联想创投	OPPO战略发展部	华为哈勃	小米产投
物流地产	碧桂园集团	保利资本	普洛斯资本	顺丰物流	德邦物流

企业风险投资（CVC）

- 特点
  - 优先考虑公司的战略目标，而不仅以财务回报为目的
  - 基本上使用企业的自有资金
  - 投资存续期较长
  - 劣势：独立性相对较差、被投企业可能对母公司造成威胁、战略与财务回报的冲突、投资经理人激励不足

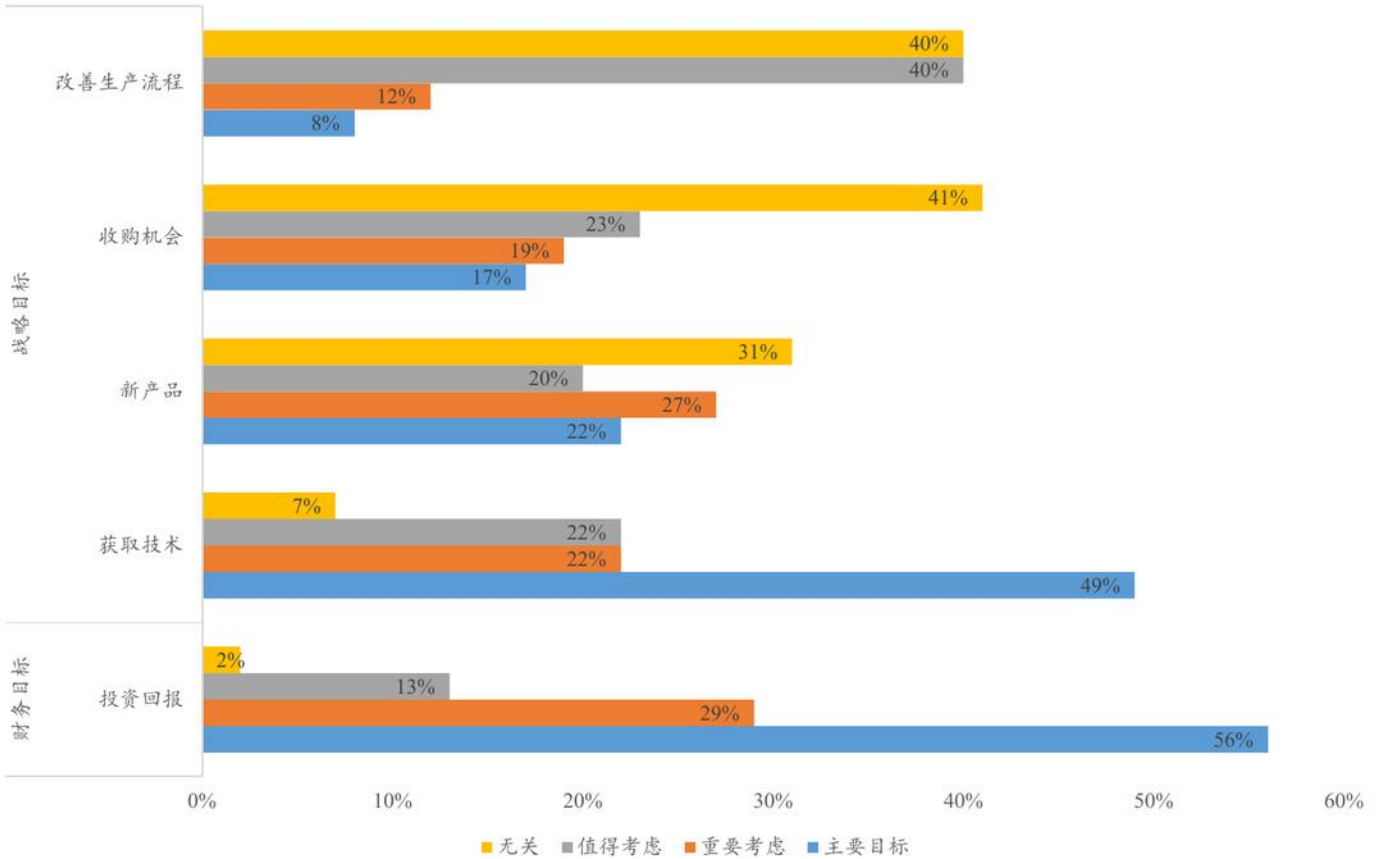
- 优势（相对于传统风投机构）
  - 投资企业的长期创新好，成功退出概率高，市场估值高

CVC VS IVC：回报目标

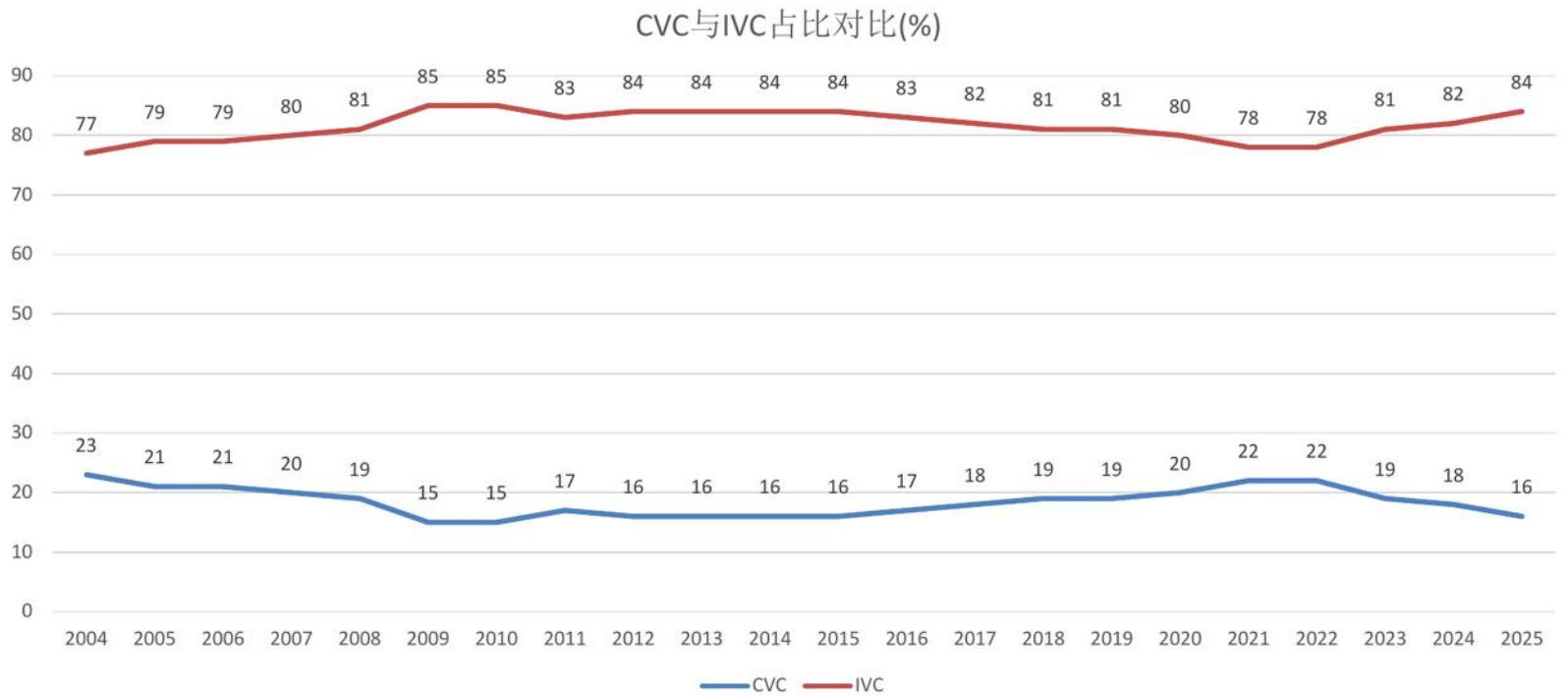
IVC：财务回报，为投资人赚取超额收益为主

CVC：目标多元化：战略目标，财务目标

CVC多元化回报矩阵

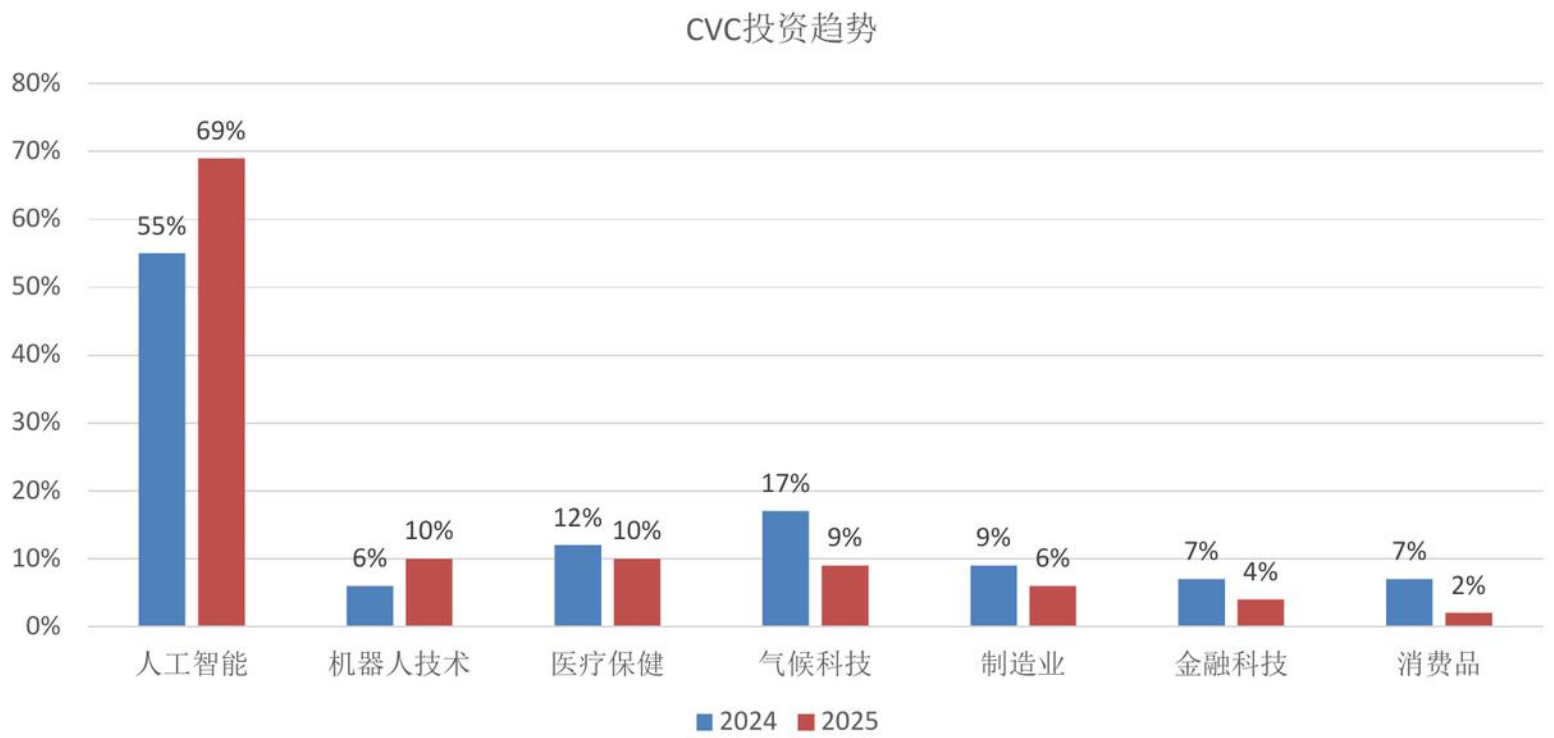


美国VC总投资 Vs. CVC总投资



数据来源：NVCA Yearbook 2026

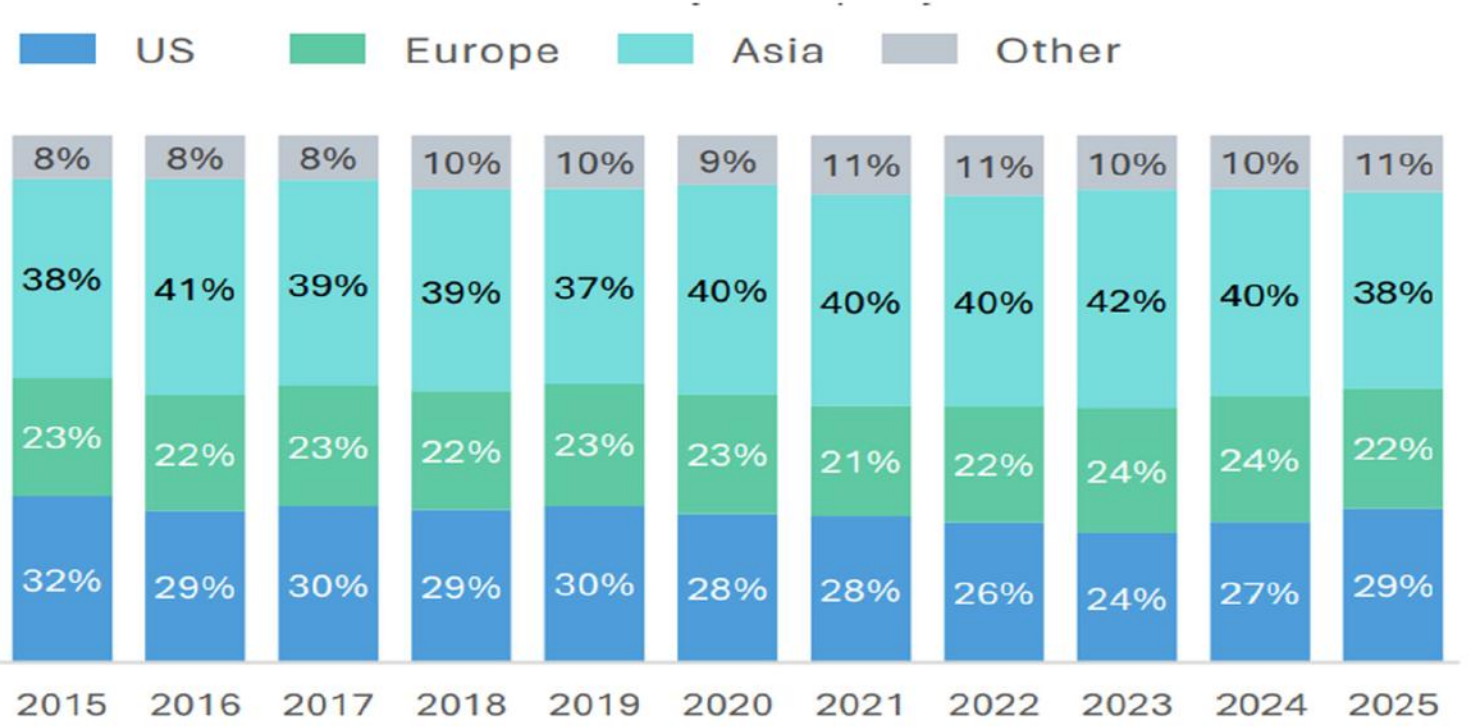
全球CVC投资行业分布



数据来源：硅谷银行State of CVC 2025

各大洲CVC占比

CVC投资案例分布（按被投企业所在区域）（%）



数据来源：硅谷银行State of CVC 2025

全球CVC总结

2025年CVC投资规模及集中度

- 全球CVC投资659亿美元
- Mitsubishi UFJ Capital、SMBC Venture Capital和KB investment是2024年第四季度全球最活跃的前三大CVC

2025年CVC投资的地域分布

- 亚洲与美国占比相近
- 欧洲地区CVC核心分布国家为英国和法国

2025年CVC投资行业

- 零售技术、金融科技的投资金额分别上升11%、3%，数字健康投资水平与去年持平

CVC典型案例—英特尔投资（Intel Capital）

- 英特尔投资（Intel Capital）成立于1991年，主要投资创新型科技公司。投资领域多与母公司行业相关。
- 自成立以来，英特尔投资已向近1,500+家公司进行了投资，投资总额超过118亿美元。其中中国公司140多家，投资总额超过其在亚洲投资的三分之一。
- 投资领域多与母公司行业相关，包括云计算、智能设备、大数据、网络安全、物联网、可穿戴技术、机器人技术、及半导体生产制造等领域。



CVC典型案例—谷歌风投（Google Ventures）

经典案例：Google Ventures投资Uber

Google Ventures投资打车应用Uber是为母公司战略布局做准备。投资关系建立后，两家公司逐渐开始竞争。谷歌和Uber分别开始筹划自动驾驶技术研究后，从谷歌离职的工程师加入Uber，此后，谷歌起诉Uber通过这位工程师盗取谷歌的核心技术。

由此案例可以看出，GV的投资是为母公司进行战略布局，而被投资的初创企业可能会发展成其母公司的竞争者，甚至在核心人员流动中导致母公司机密泄露。这也是从事CVC投资的公司将会面临的问题。

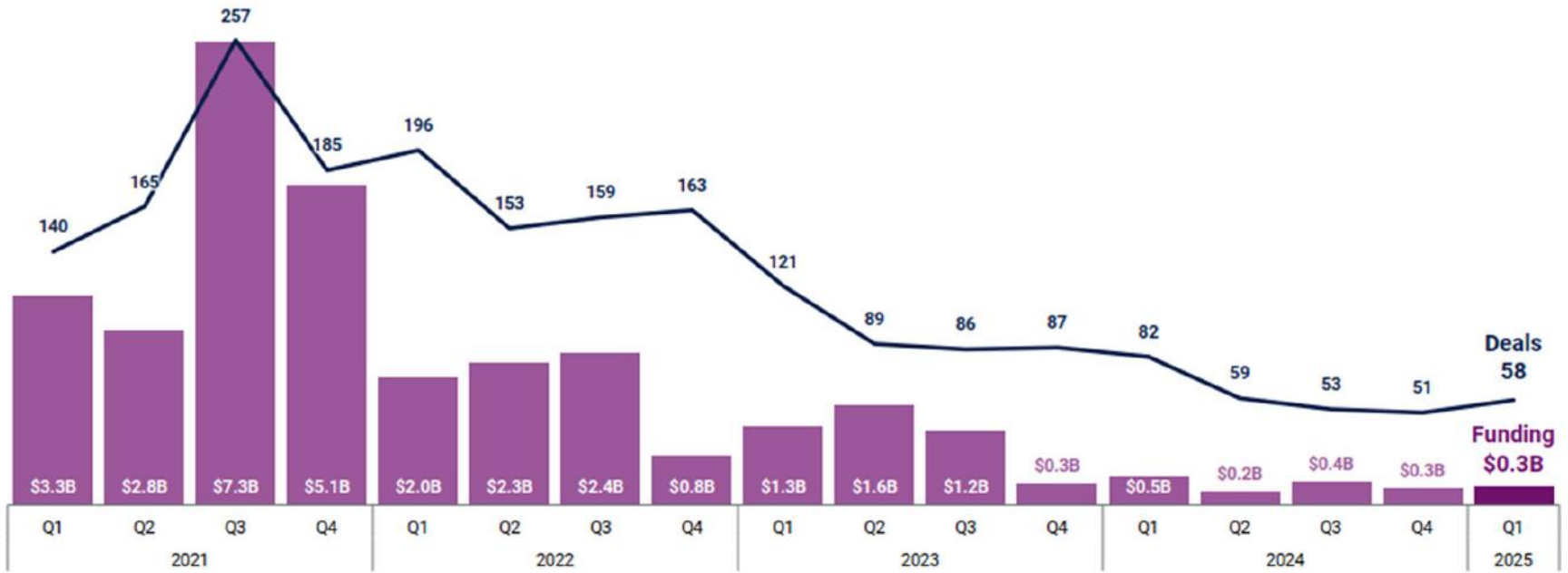
国内CVC投资兴起

我国的CVC起步相对较晚。1998年6月，实达集团投资刚成立仅半年的北京铭泰科技发展公司1200万元，是我国第一个比较大规模的CVC投资。

1999年7月上海第一百货商店股份有限公司对视美乐公司投资5250万元，被媒体称为“上市公司参与风险投资第一案”。

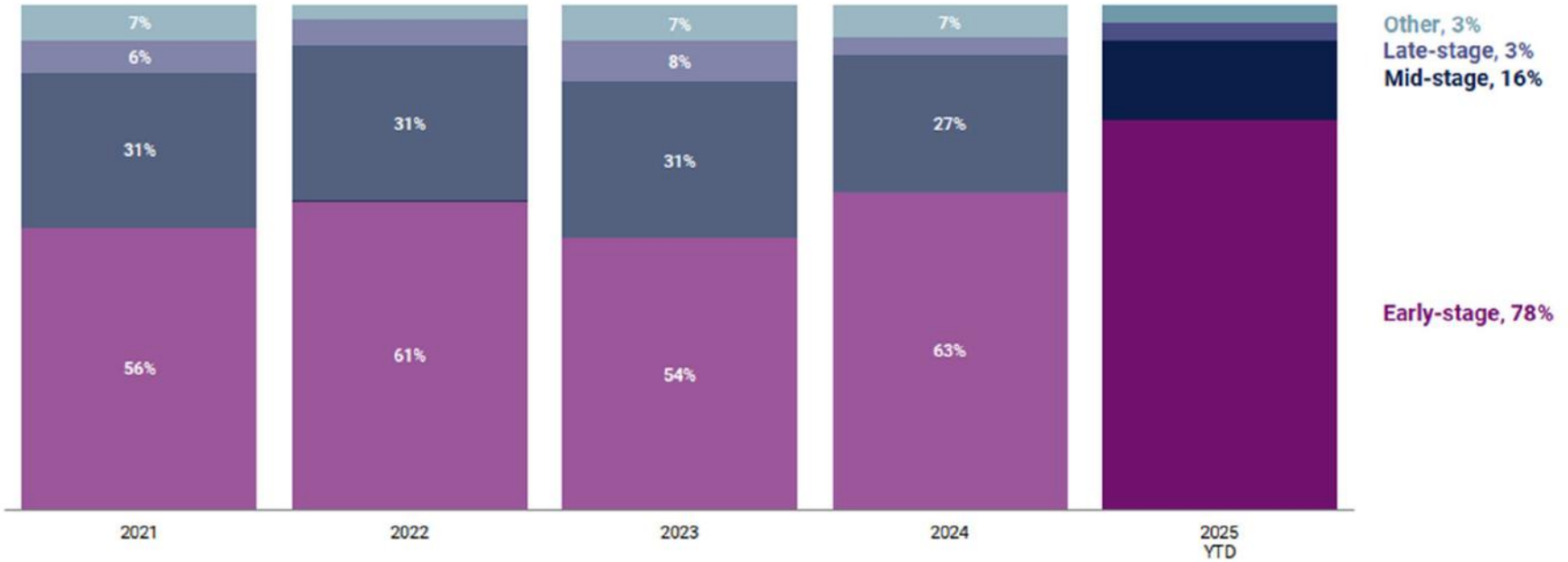
经过二十余年的发展，我国CVC目前已经初具规模，但仍是“蓝海”，仍然大有可为。

中国CVC投资趋势



数据来源：CB Insights

中国CVC投资阶段分布

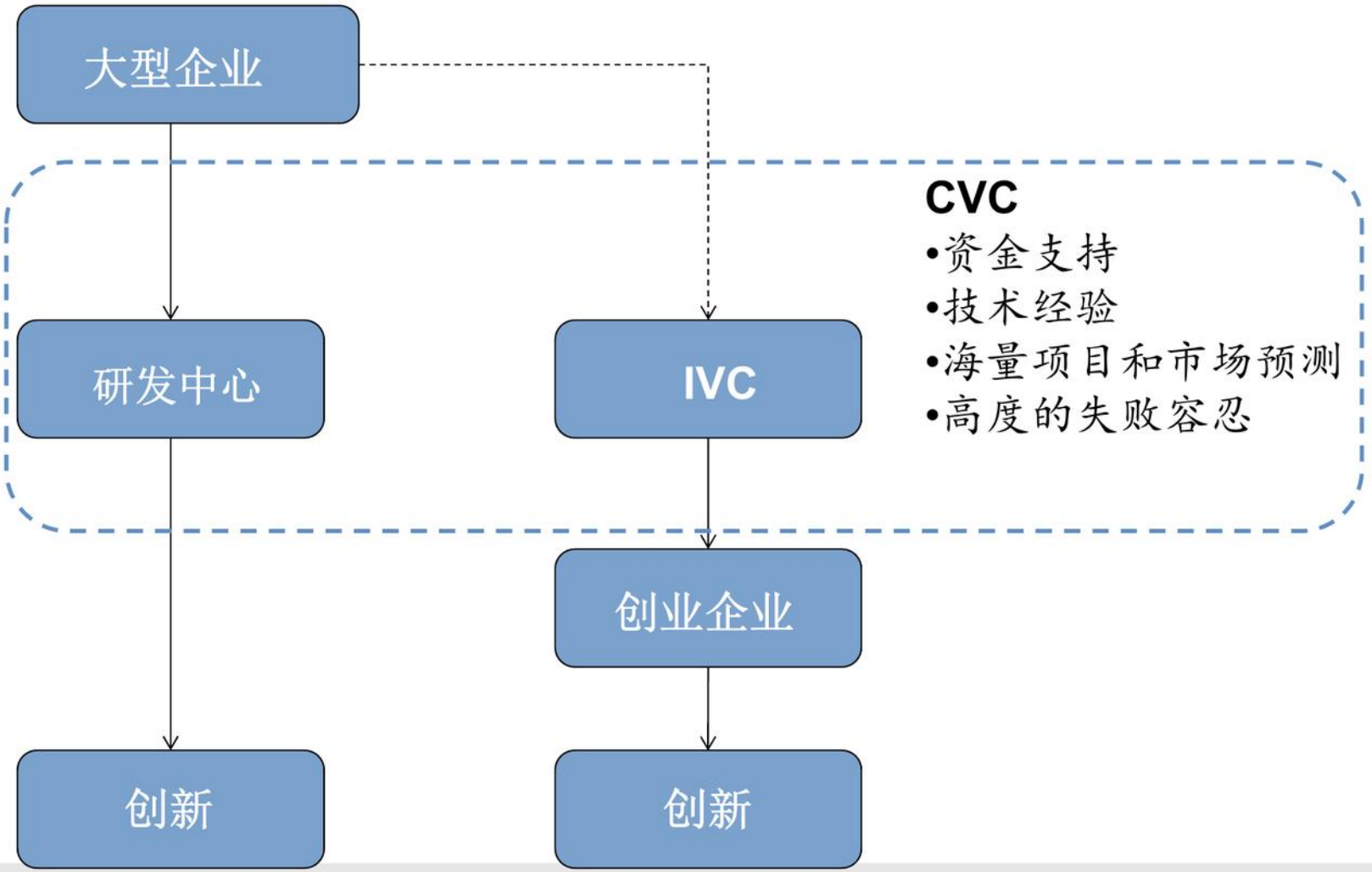


数据来源：CB Insights

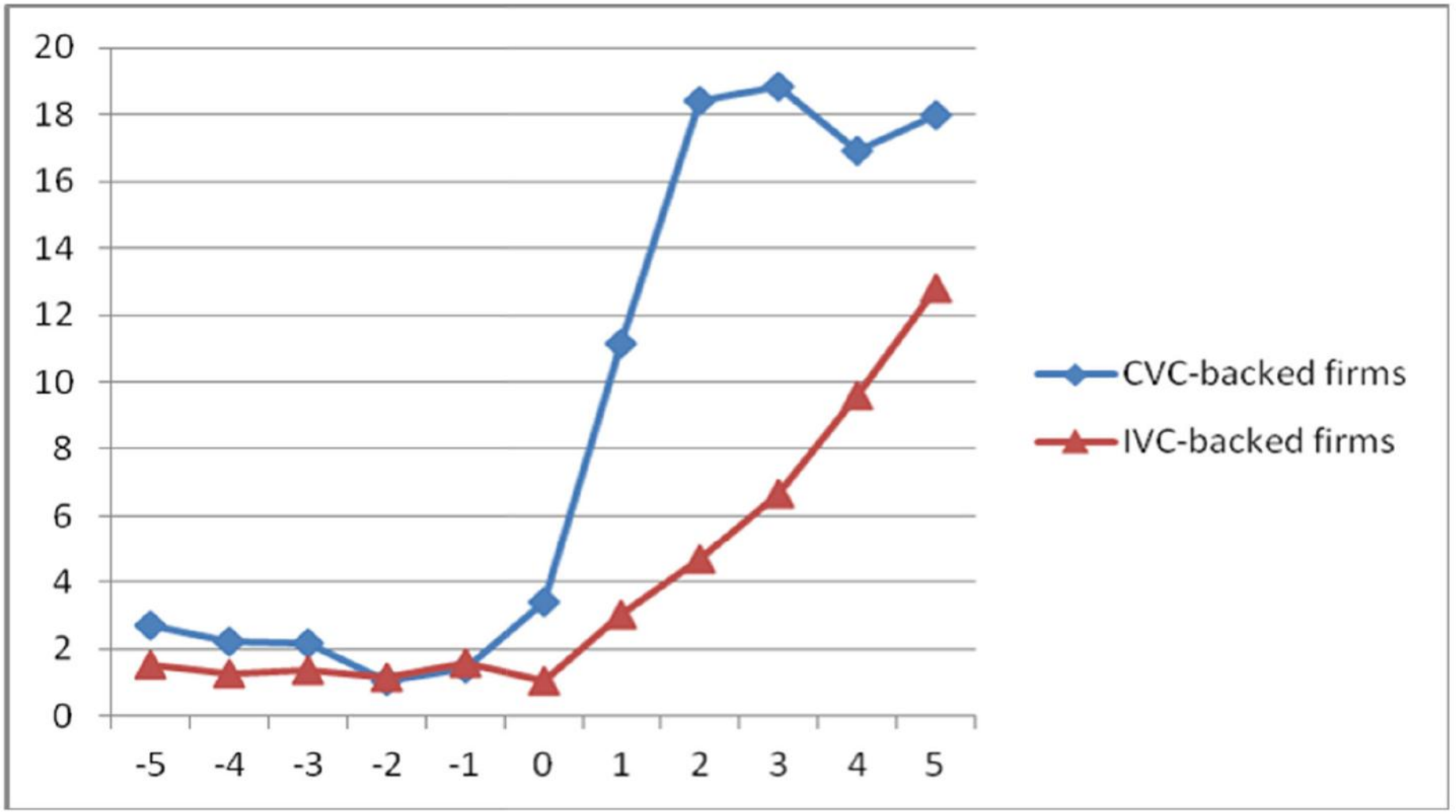
企业为何要从事CVC?

- 企业从事企业风险投资主要由于战略原因
  - 了解相关行业市场和技术的最新趋势，获得新技术和新市场的第一手资料
  - “外包”研发工作给初创企业
  - 获得与初创企业建立商业/战略关系的机会，并借此利用协同效应，增加销量等
  - 获得获取创新创业企业和/或其技术和/或其员工的机会
- 投资的经济效益是次要问题
  - 大多数CVC的母公司都视战略目标优先于经济效益

CVC优势：激发企业创新



CVC投资企业的创新数量（Chemmanur, Loutskina, and Tian, RFS）



CVC优势：退出和估值(Chemmanur, Loutskina, and Tian, RFS)

- 研究发现，CVC相对于传统IVC的两点优势：
  - CVC支持的企业更容易成功退出（IPO或M&A）
  - CVC支持的企业IPO估值更高

	CVC	IVC	Difference	CVC	IVC	Difference
	IPO 退出			并购退出		
Share of Portfolio Firms	18.29	13.32	4.97***	10.17	8.35	1.82***

	CVC	IVC	Difference
Sales Price Multiple	5.063	2.901	2.16***
EBITDA Price Multiple	3.843	2.268	1.57***

人力资本与创新

- 谁对于创新的贡献更大？人力资本 or 组织资本
  - 组织资本（organizational capital）指非人力资产，包括实物资产、组织架构、公司文化和公司对资源的获取能力等。
  - 人力资本（human capital）正在成为当今世界上最重要的资产。

- 通过追踪个人研发者的专利派生来解答这个问题。
  - 《人力资本的作用：来自专利派生的证据》，作者：田轩、毛一飞、刘通
  - 通过确认研发者所研发专利的专利权所有人，判断研发者所在企业是否发生变动。

人力资本对创新的贡献(Liu, Mao, and Tian, JEF)

- 相较于组织资本而言，研发者的人力资本对于其创新产出有更加重要的影响
- 然而在解释其创新风格时，研发者个人的解释力度降低。

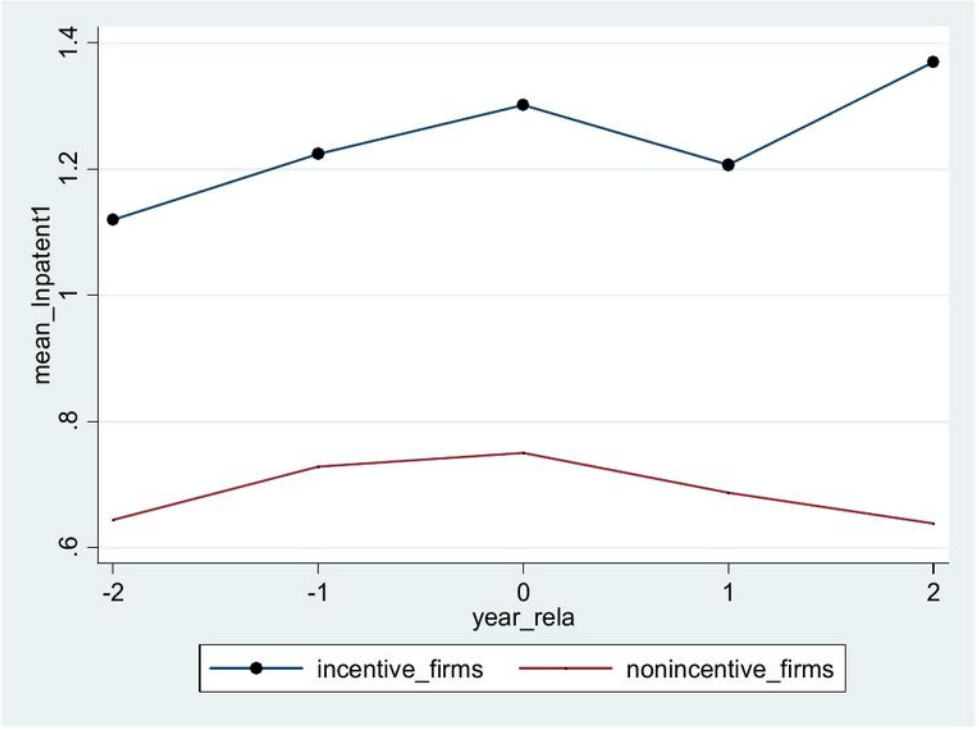
被解释变量	专利数	专利引用数	开创性得分	开发性得分
	(1)	(2)	(3)	(4)
研发者与公司固定效应的相对贡献程度（对R方解释的比例）				
研发者固定效应贡献	0.284 (53.08%)	0.266 (62.15%)	0.333 (55.50%)	0.318 (49.84%)
公司固定效应贡献	0.045 (8.41%)	0.031 (7.24%)	0.231 (38.50%)	0.240 (37.62%)
研发者固定效应/公司固定效应	6.311	8.581	1.442	1.325

股权激励与创新：中国的经验

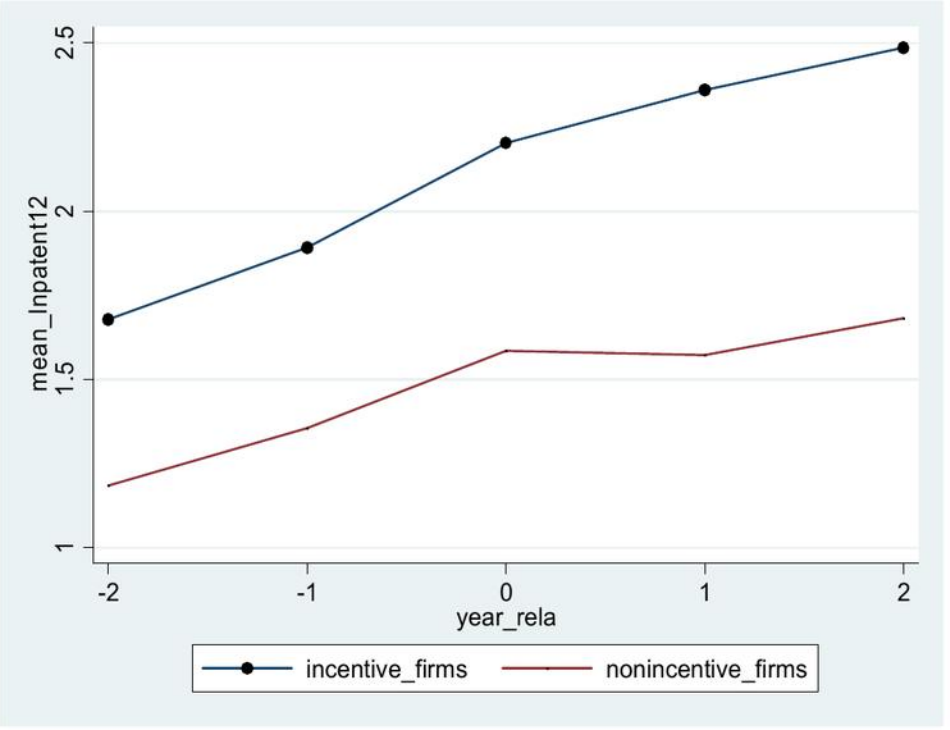
- 如何有效发挥人力资本对创新的促进作用？
- 理论研究显示，激励创新最有效的合约，**需要在短期内高度容忍创新的失败，又在长期里给予创新成功丰厚的回报。**
- 股权激励（尤其期权）是将两者相结合的最佳形式。
- 其他优点：
  - 有效期长，有利于留住人才，并且对应于创新的长周期
  - 将股价波动与薪酬相联系，鼓励激励对象承担风险
- 中国证监会于2016年7月3日颁布了《上市公司股权激励管理办法》，此后我国公开化的股权激励计划不断涌现。

股权激励与创新：中国的经验（田轩和孟清扬，南开管理评论）

- 企业在实施股权激励后，（相较于未实施股权激励的控制组企业）企业创新产出有大幅增长。



发明型专利对数



专利总数对数

“十五五”中国资本市场：将更加注重服务实体经济的广度与深度

“要活跃资本市场，提振投资者信心”——2023年7月24日中共中央政治局会议

“增强资本市场内在稳定性”——2024年全国两会政府工作报告

“加强交易监管，增强资本市场内在稳定性”——国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）

“提升资本市场内在稳定性”——2024年7月30日中共中央政治局会议

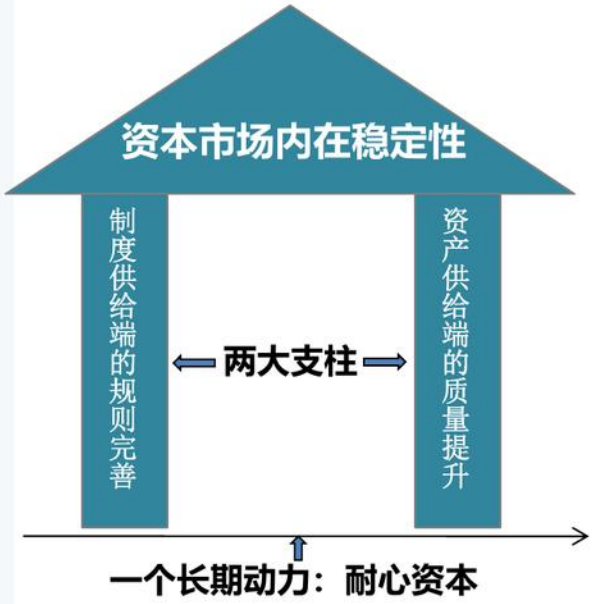
“深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市”——2025年全国两会政府工作报告

“增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头”——2025年7月30日中共中央政治局会议

“大力引导中长期资金入市，努力提振资本市场”——2025年9月26日中共中央政治局会议

“增强资本市场制度包容性、适应性”——2026年3月《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划刚要》

“深化资本市场投融资综合改革，提升资本市场韧性和信心”——2026年7月30日中共中央政治局会议



反敌意收购条款——双层股权结构

- 双层股权结构（Dual Class Share Structure）被Google、Facebook、Linkedin等多家科技公司采用，指公司在IPO招股过程中对公司创始人和新股发行人提供两种不同权力的普通股，创始人持有的股权有较高的表决权。
- 双层股权结构是反收购条款的一种形式，因为它显著增加了公司被潜在的收购者收购的难度，从而也可以使公司的创始人更加专注于长期目标和创新。
  - 公司创始人谢尔盖·布林和拉里·佩奇表示，公司更希望专注于长期的发展而非“下一季度的利润数字”，这也是公司采用双层股权结构的重要原因。

反敌意收购条款——交错董事会

交错董事会（Staggered Board），也叫作“分期分级董事会”或者“董事会轮换制”。

在公司章程中规定，每年只能改选董事的1/4或1/3，同时要求在有充分、合理的理由时才可以辞退董事。

- 比如，A公司有12位董事，B公司敌意收购A公司到足量的股权之后召开股东大会改选董事，但是根据A公司的章程，每年只能改选1/4的董事，那么在第一年B公司最多只能派驻3名董事进入A公司，董事会中仍然有9名原来的董事。
- 这意味着，即使B公司获得了足够的股权，也不能在短时间内对A公司董事会内部做出实质性的改组。这样可以推迟敌意收购方控制董事会的进程，董事会可以为“毒丸计划”等其他反收购手段争取宝贵的时间。



反敌意收购条款——“毒丸计划”

“毒丸计划”（Poison Pill），又称“股权摊薄反收购措施”
是指面临敌意收购的公司通过发行股票，让除了收购方以外的其他股东都能够用超低的价格买到新股，稀释敌意收购者的持股比例，增大对方的收购成本，达到反收购的目的。

- **股东权利计划：最常见的毒丸**

  是指目标公司赋予除敌意收购者之外的股东某种权利，比如低价购入公司新股或出售股票获得高额现金偿付的权利。

- **负债毒丸：杀敌一千，自损八百**

  也叫作“毒债”，是指目标企业在敌意收购威胁下大量增加自身负债，降低企业被并购的吸引力。

- **人员毒丸：同生共死**

  是指目标公司绝大部分高管人员共同签署协议，如果这些人中有一人在敌意收购后被降职或革职，那全部管理人员都将集体辞职。

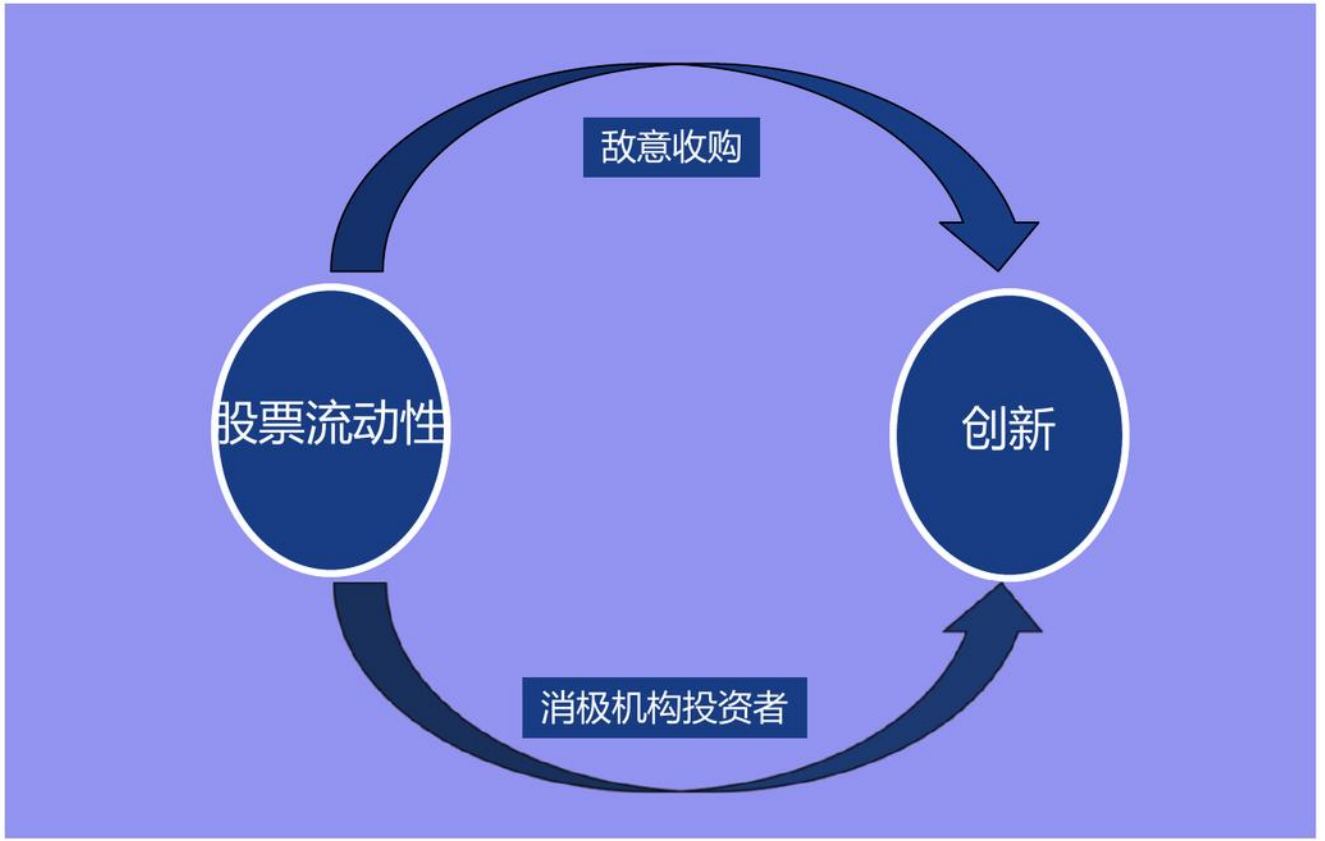


股票流动性

- 股票流动性从以下几个维度度量：股票交易的即时性、交易股票时的成本、可交易的股票数量、交易股票时造成的股票价格偏离度。

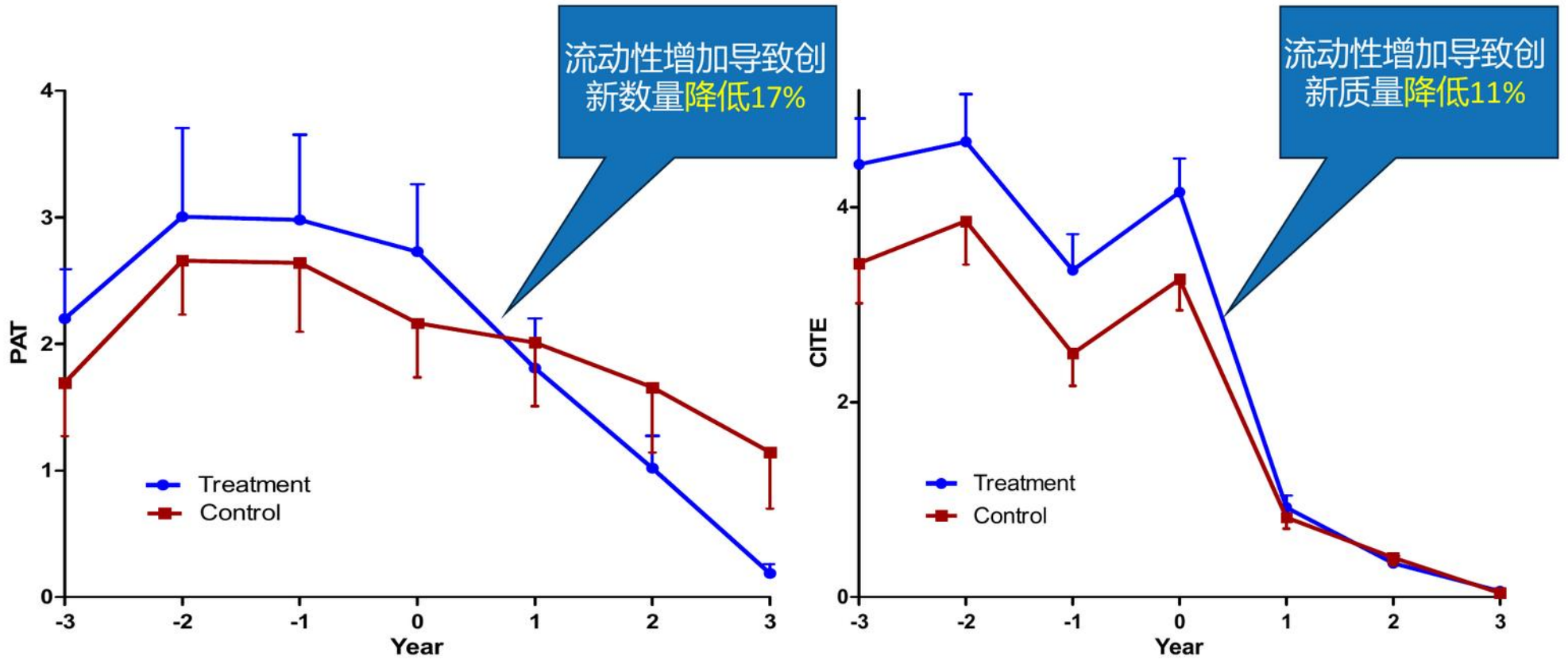
- 股票流动性越高，股票便可以较低的成本、迅速地完成大数量的股票交易且不造成股票价格大幅波动。

比较低的股票流动性



股票流动性与企业创新

股票流动性（Fang, Tian, and Tice, JF）



百分位报价改革(Decimalization)前后的专利和引证变化

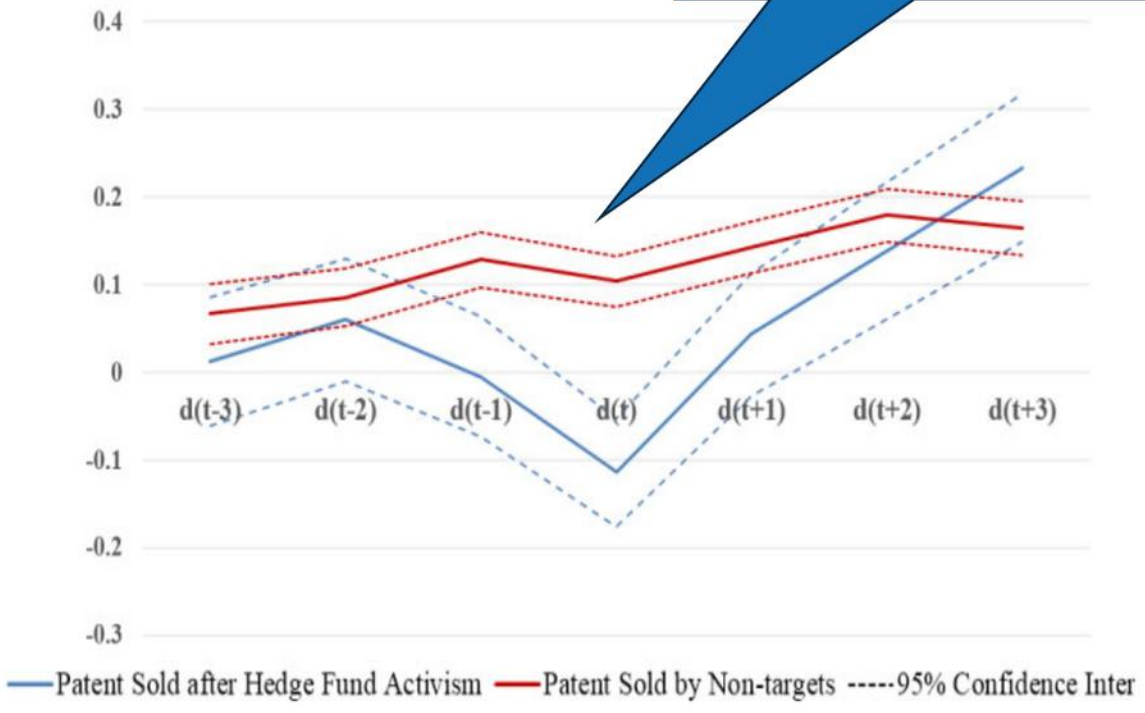
对冲基金干预（Brav, Jiang, Ma, and Tian, JFE）

- 对冲基金积极主义的介入会减少上市公司的研发支出，但也会显著提升创新数量和质量；上市公司的创新效率大幅提升，更专注于影响力高、原创程度高的创新项目。
- 创新也使公司价值得以提升，说明对冲基金积极主义使公司进行的创新项目更有助于公司长期价值的塑造。

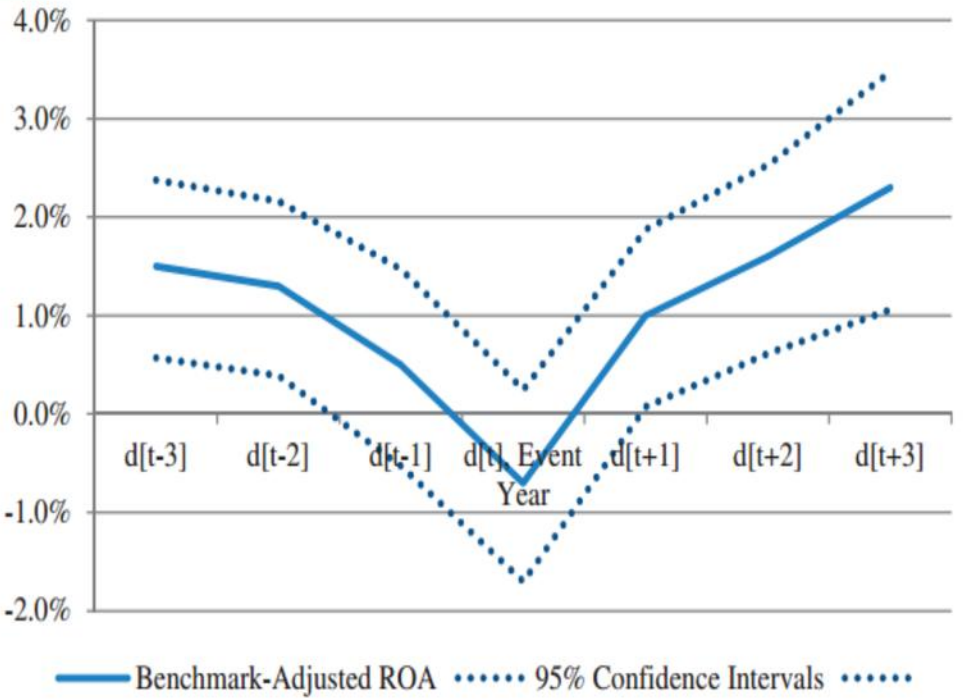
	研发支出 (1)	创新数量 (2)	创新质量 (3)	原创性 (4)	通用性 (5)	创新价值 (6)
对冲基金	-11.007***	0.151***	0.155***	0.027***	0.009	12.260*
	(3.086)	(3.711)	(3.071)	(2.816)	(1.109)	(1.784)
控制变量	是	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	9,817	9,817	9,817	3,218	2,763	3,218

对冲基金干预（Brav, Jiang, Ma, and Tian, JFE）

对冲基金干预公司前，出售专利的质量显著下降
对冲基金干预公司后，出售专利的质量显著上升



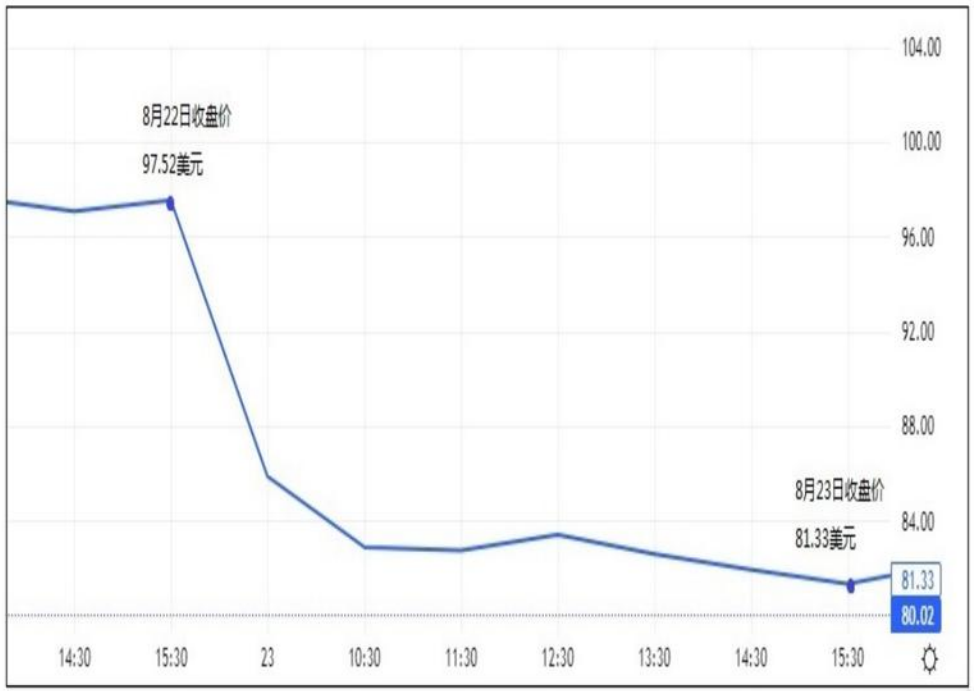
对冲基金干预前后的专利质量变化



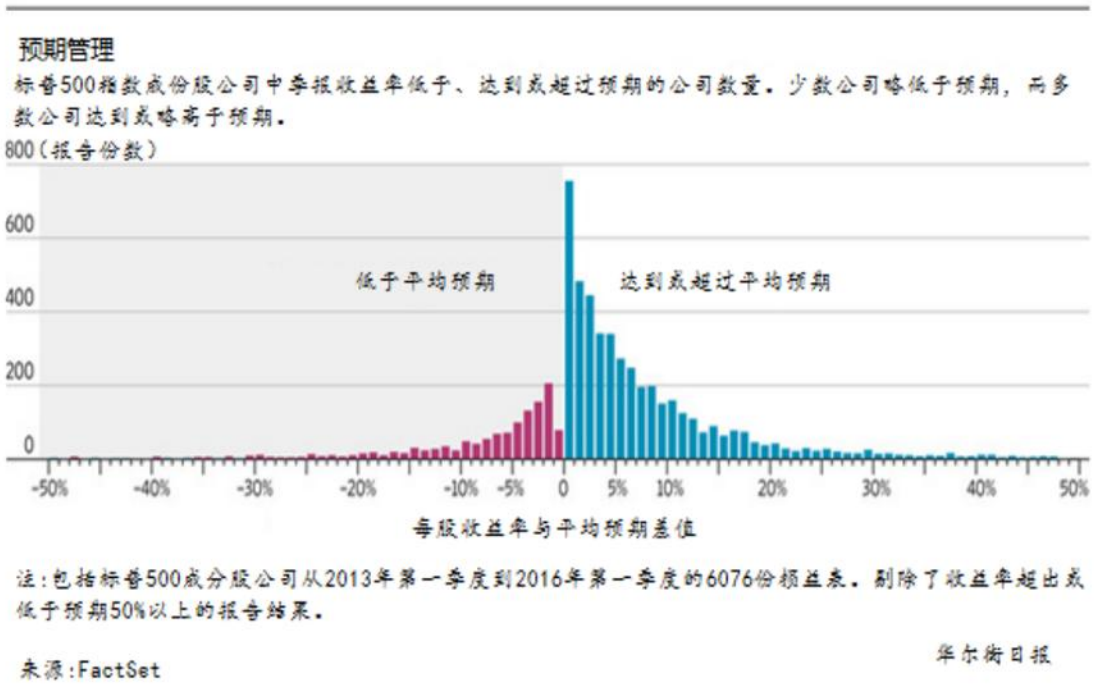
对冲基金干预前后的公司业绩变化

减轻的分析师压力(He and Tian, JFE)

Zoom公司2022Q2收入$11亿，低于分析师预测的$11.2亿,次日股价暴跌16%

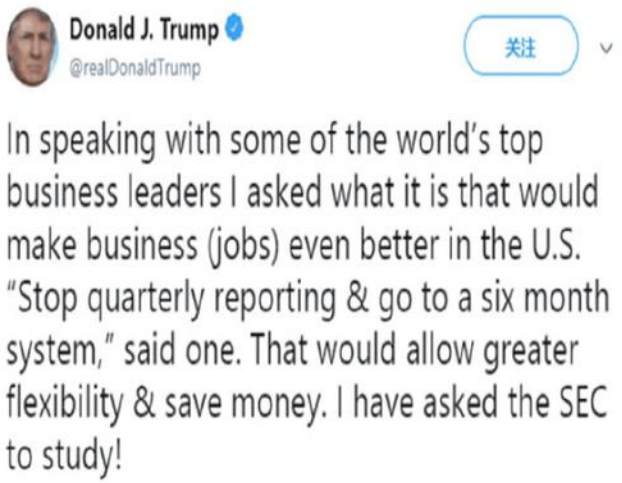


分析师预测与公司盈余



不太频繁的信息披露(Fu, Kraft, Tian, Zhang, and Zuo, JLE)

- 频繁的信息披露给企业造成短期业绩压力和管理层“短视”，不利于企业创新。
  - 1955：年报➔半年报
  - 1970：半年报➔季报

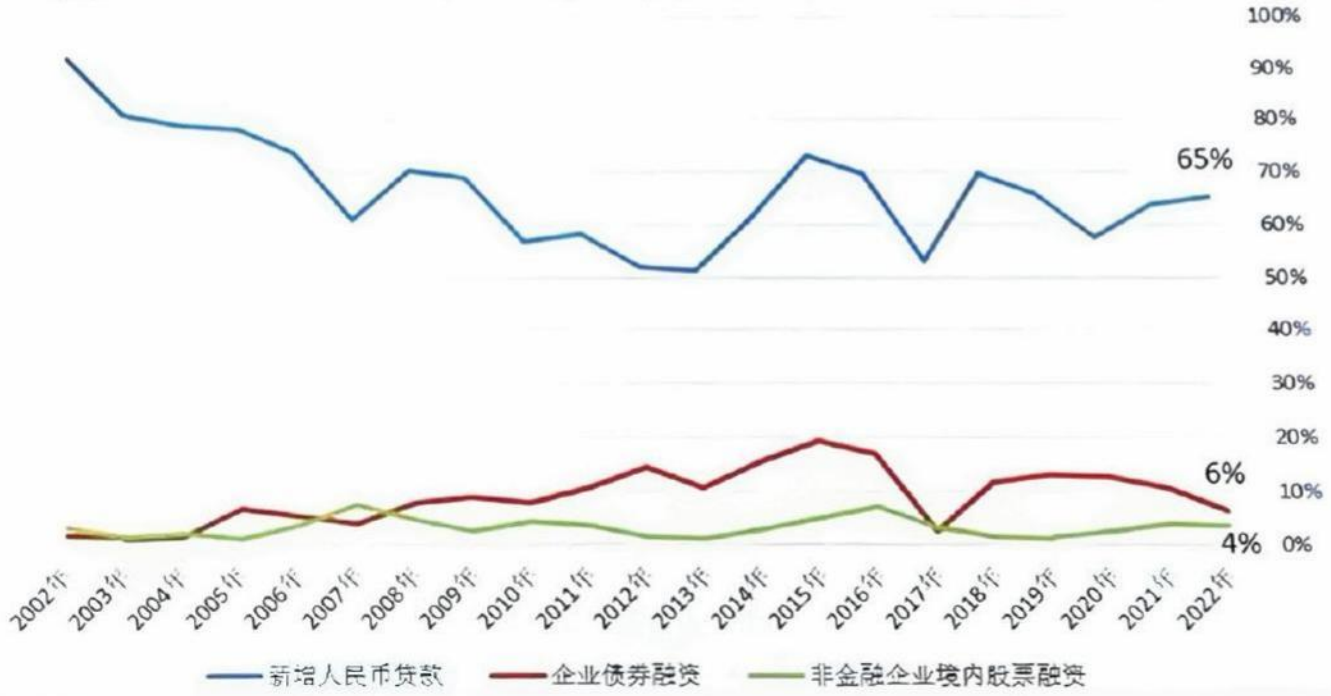


2018年8月17日：我与一些全球顶尖的商业领袖进行了对话，询问他们有什么方法能让美国商业（工作）发展得更好。有一个人的建议是：“停止每季度发布财报，而是建立一个每6个月发布财报的体系。”这将带来更大的灵活性。。。我已经要求SEC对此展开研究。

市场反应 （市场指数调整后的超额收益率）
创新型企业：0.3%
传统型企业：-0.4%

金融市场发展

- 中央金融工作会议上习近平指出，金融是实体经济的血脉，要把金融服务实体经济作为根本的出发点和落脚点
- 主流融资渠道：债务融资和股权融资
- 建国以来，我国金融市场中信贷融资一直是主要的融资渠道，股权融资的份额非常低，资本市场发展极其不均衡





Hsu, Tian 和 Xu（JFE）

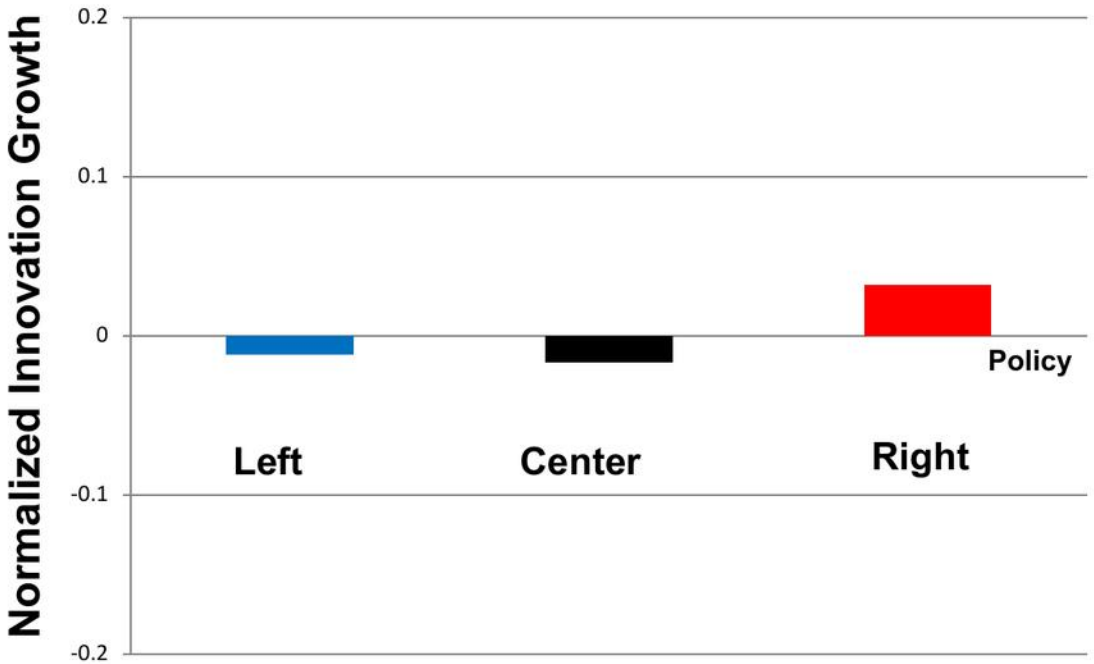
- 对于高科技密集型行业来说，股权市场发展和行业的创新数量、创新质量、原创性以及通用性均呈正相关关系，而信贷市场发展和这些变量均呈负相关关系。
- 股权市场发展能够促进高科技密集型行业的创新，而信贷市场则会抑制高科技密集型行业的创新。

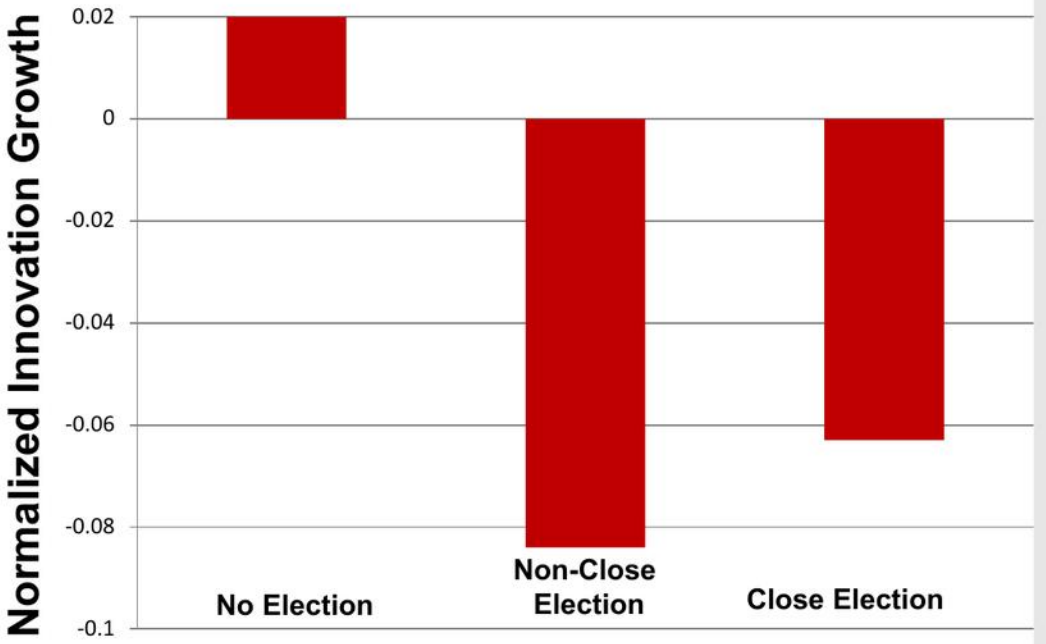
创新	创新数量 (1)	创新质量 (2)	原创性 (3)	通用性 (4)
资本市场×技术密集	0.038*** (0.007)	0.030*** (0.006)	0.018*** (0.005)	0.028*** (0.007)
信贷市场×技术密集	−0.096*** (0.016)	−0.063*** (0.017)	−0.026** (0.013)	−0.067*** (0.020)
控制变量	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
样本量	7354	7354	7454	6620

各国金融市场开放时间

国家或地区	金融市场开放时间	国家或地区	金融市场开放时间
日本	1983	印度尼西亚	1989
西班牙	1985	巴西	1991
葡萄牙	1986	菲律宾	1991
泰国	1987	中国台湾	1991
希腊	1987	韩国	1992
新西兰	1987	印度	1992
马来西亚	1988	智利	1992
阿根廷	1989	以色列	1993
墨西哥	1989	南非	1996
土耳其	1989	沙特阿拉伯	1999

政策Vs政策的不稳定性
（Bhattarchary，Hsu，Tian，and Xu，JFQA）





政策的随意性

- 实施**9天**即叫停的“个性化车牌”政策；
- 印发**8天**就宣布撤销的“取消限价令”通知；
- 施行**7天**即告失败的“医改”措施；
- **5天**就废除的“违反黄灯信号扣分政策”；
- 实施**4个交易日**即叫停的“股市熔断机制”；
- **4天内3次**增补条款的“人才落户政策”；
- 下发**当晚**就宣布不具备出台条件的“零首付”购房政策；
- **事先预告而后又宣布延缓**实施的“国六标准”

政策的随意性

- 实施**9天**即叫停的“个性化车牌”政策；
- 印发**8天**就宣布撤销的“取消限价令”通知；
- 施行**7天**即告失败的“医改”措施；
- **5天**就废除的“违反黄灯信号扣分政策”；
- 实施**4个交易日**即叫停的“股市熔断机制”；
- **4天内3次**增补条款的“人才落户政策”；
- 下发**当晚**就宣布不具备出台条件的“零首付”购房政策；
- **事先预告而后又宣布延缓**实施的“国六标准”

“害人精” Vs. “小甜甜”

STCN 证券时报网·中国 www.stcn.com

首页 快讯 公司 公司

人民日报：影子银行业务是资金脱实向虚的罪魁祸首

2018-01-18 07:25 来源 证券时报·e公司

证券时报网（www.stcn.com）01月18日讯

1月18日，人民日报发表评论文章《把银行业风险锁进笼子》，中国金融行业增加值占国内生产总值的比例已达高位，长期高速且粗放的发展，滋生出程度不一的风险隐患。近些年来，从暴露出来的风险案例可以看出，影子银行业务是资金脱实向虚的罪魁祸首。各种金融产品层层嵌套，多种业务模式叠床架屋，服务实体经济渐行渐远，金融风险慢慢集聚。防止“黑天鹅”飞舞，避免“灰犀牛”冲撞，必须切实加强和改善金融监管。

（证券时报·e公司）

财联社电报

2018-12-13 20:28 星期四

【央行行长易纲：影子银行是金融市场的必要补充】

财联社12月13日讯，央行行长易纲在第349期长安讲坛上表示，影子银行是金融市场的必要补充，但要依法规范经营。（财联社记者 李愿）

上海报业集团主管主办

“害人精” Vs. “小甜甜”

STCN 证券时报网·中国 www.stcn.com

首页 快讯 公司 公司

人民日报：影子银行业务是资金脱实向虚的罪魁祸首

2018-01-18 07:25 来源 证券时报·e公司

证券时报网（www.stcn.com）01月18日讯

1月18日，人民日报发表评论文章《把银行业风险锁进笼子》，中国金融行业增加值占国内生产总值的比例已达高位，长期高速且粗放的发展，滋生出程度不一的风险隐患。近些年来，从暴露出来的风险案例可以看出，影子银行业务是资金脱实向虚的罪魁祸首。各种金融产品层层嵌套，多种业务模式叠床架屋，服务实体经济渐行渐远，金融风险慢慢集聚。防止“黑天鹅”飞舞，避免“灰犀牛”冲撞，必须切实加强和改善金融监管。

（证券时报·e公司）

财联社电报

2018-12-13 20:28 星期四

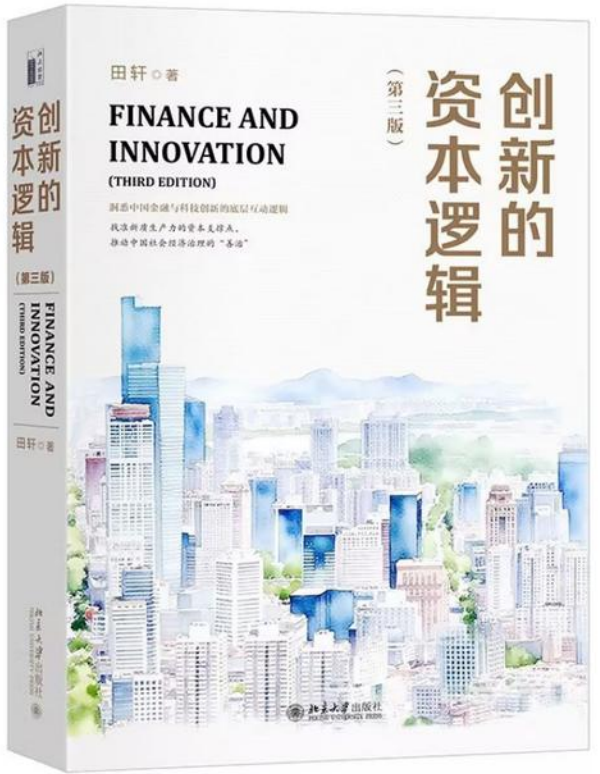
【央行行长易纲：影子银行是金融市场的必要补充】

财联社12月13日讯，央行行长易纲在第349期长安讲坛上表示，影子银行是金融市场的必要补充，但要依法规范经营。（财联社记者 李愿）

上海报业集团主管主办

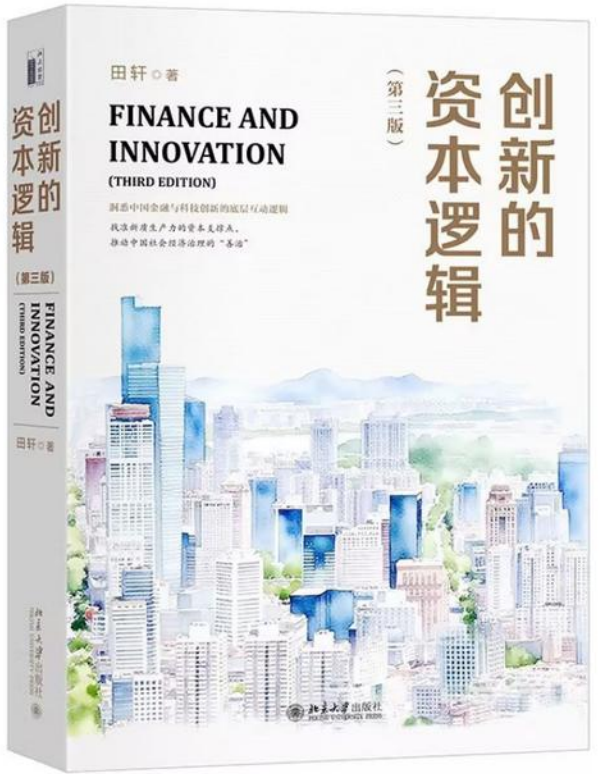
如何激励创新？

- 更加“包容”的创投市场
- 崭新的创投组织形式
- 正确的人力资源政策
- “不太积极”的二级市场
  - 强有力的反敌意收购条款
  - 比较低的股票流动性
  - 持股较长的机构投资者
  - 不太多的分析师追踪
  - 不太频繁的信息披露
- 完善健全的法治环境
- 健康开放的资本市场
- 稳定的宏观政策导向



如何激励创新？

- 更加“包容”的创投市场
- 崭新的创投组织形式
- 正确的人力资源政策
- “不太积极”的二级市场
  - 强有力的反敌意收购条款
  - 比较低的股票流动性
  - 持股较长的机构投资者
  - 不太多的分析师追踪
  - 不太频繁的信息披露
- 完善健全的法治环境
- 健康开放的资本市场
- 稳定的宏观政策导向



中兴、华为。。。





重大科技创新成果

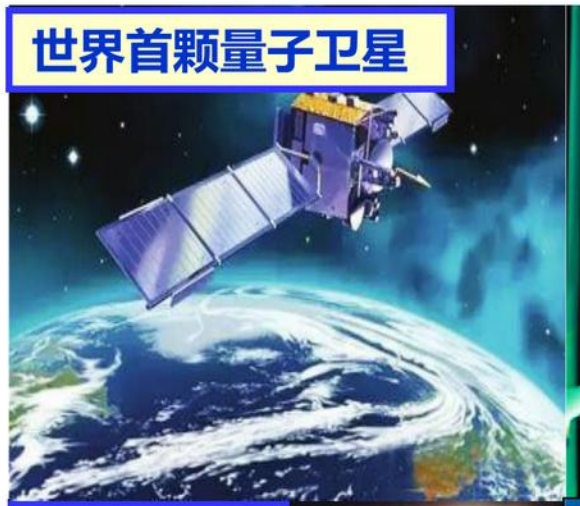
中国进入高铁时代



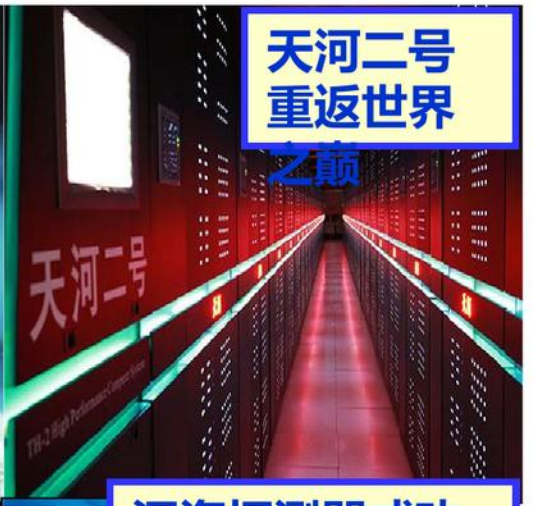
超级杂交水稻百亩均产达1026.7公斤



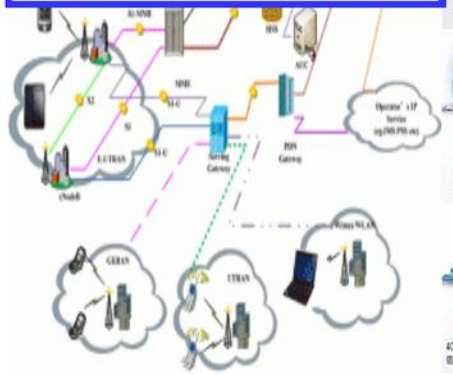
世界首颗量子卫星



天河二号重返世界之巅



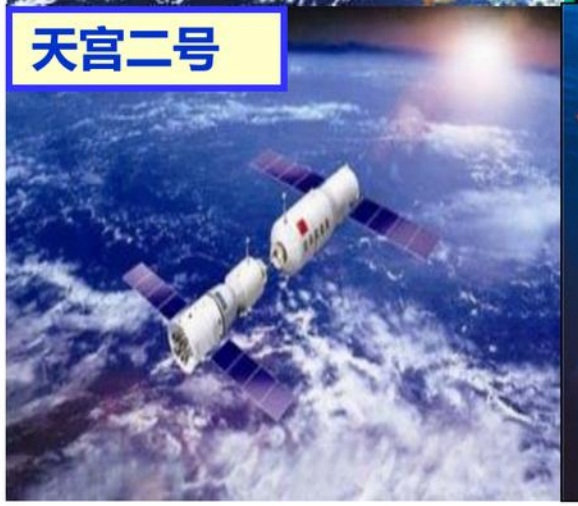
TD-LTE技术步入产业化阶段



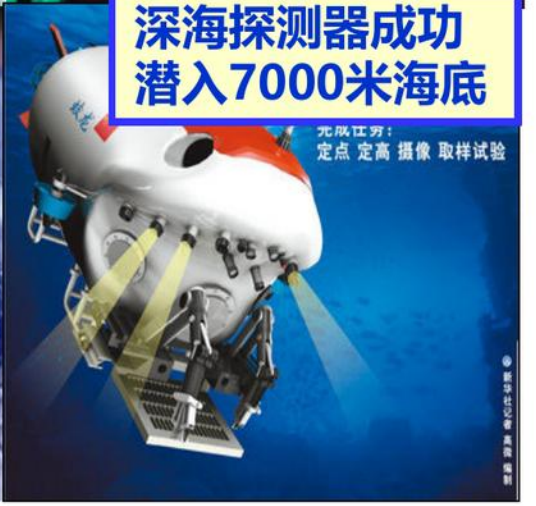
新能源汽车推广城市及区域分布



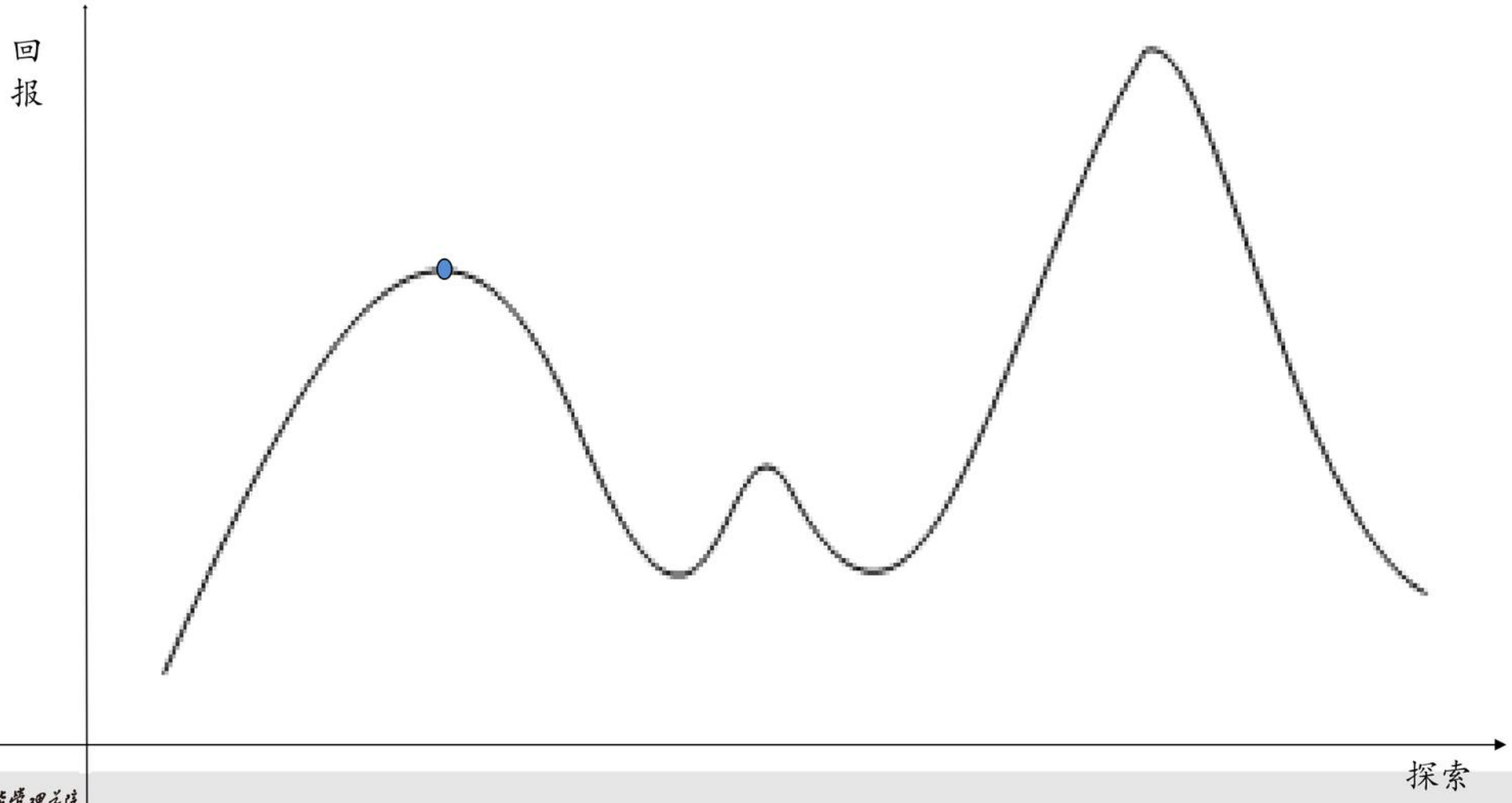
天宫二号



深海探测器成功潜入7000米海底



什么是创新？为什么创新这么难？

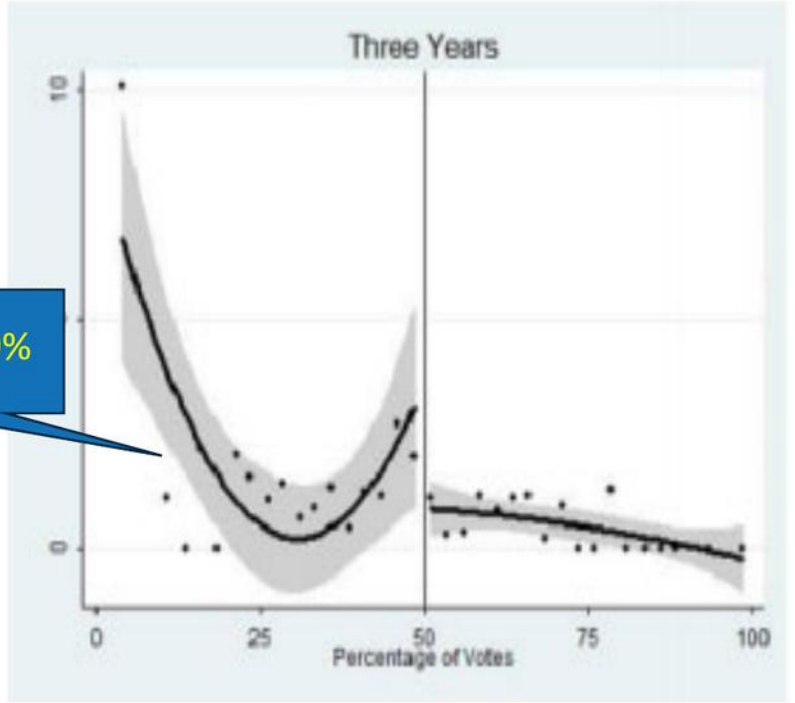


[案例]双层股权结构

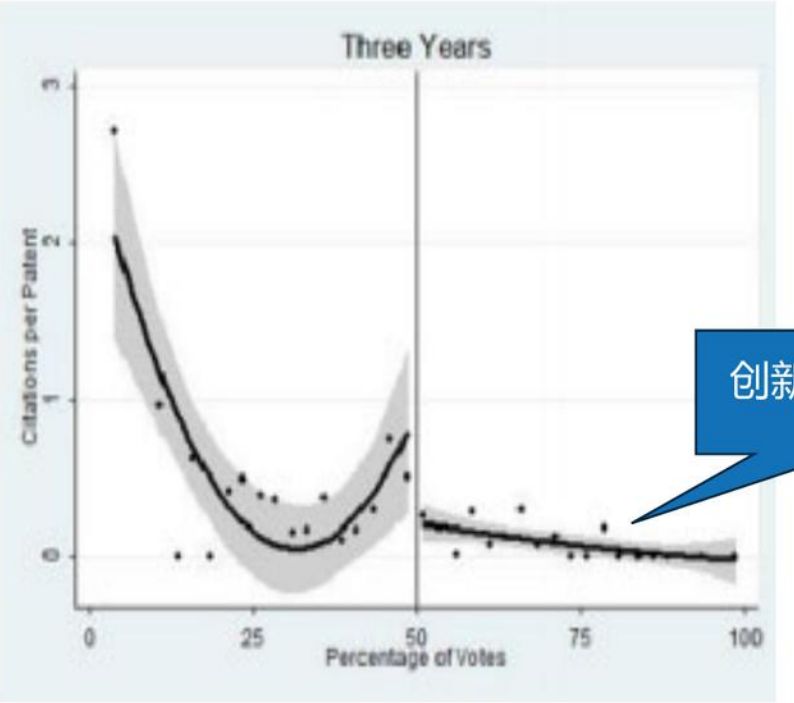
- 许多中国企业也在采用双层股权结构，京东、阿里巴巴和小米就是其中的典型例子。
- 京东采用双层股权结构上市。在上市的同时，创始人凭借优先级股票依然掌握公司的控制权（83.7%控制权），抵御敌意收购。
- 阿里巴巴则推行“湖畔合伙人制度”。通过掌握公司控制权保证创始人团队权益。阿里巴巴在美国上市，并创下IPO融资额纪录。
  - 2019年7月22日科创板开板，允许同股不同权企业挂牌上市。
  - 2019年9月27日，优刻得成功过会，即将在科创板挂牌，成为中国A股首个同股不同权的上市公司。
  - 2020年8月24日创业板注册制实施，允许同股不同权企业挂牌上市。



反收购条款与公司创新（Chemmanur and Tian, 2018）



创新数量减少9%



创新质量减少4%

长期的机构投资者

机构投资者

选择



价值低估
增长潜力
治理规范

监督



管理层努力
减少自由现金流量
降低代理成本

干预



私下沟通
提出建议
收购

保护



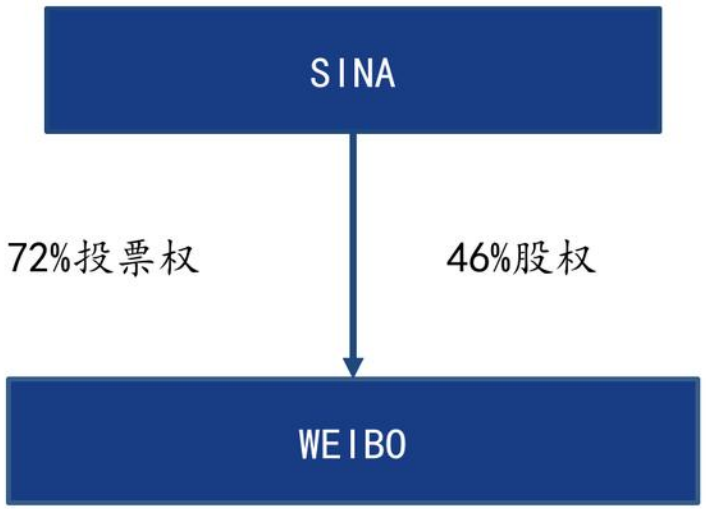
减少管理层职业风险
免受市场压力
增加风险容忍

管理层　创新

股东的积极主义案例：Aristeia Capital vs. 新浪

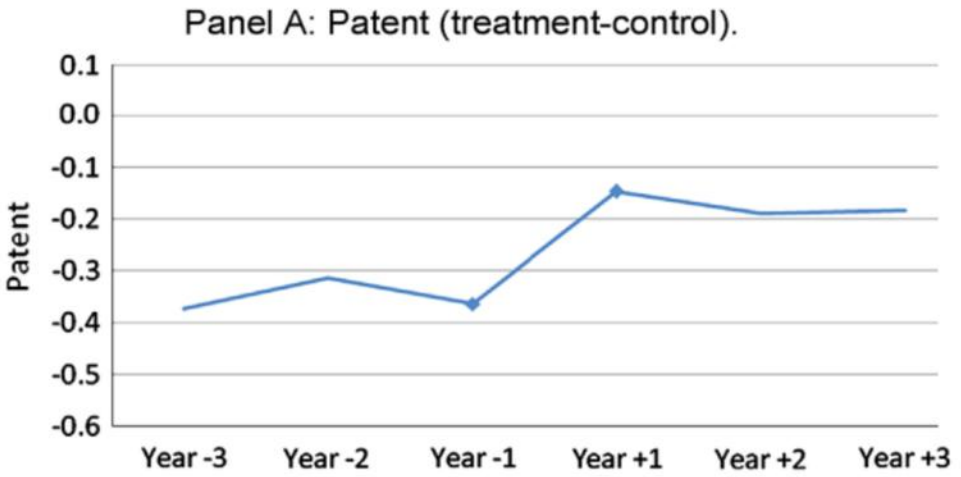
新浪股价之谜

- 2017年11月1日，新浪（SINA）总市值80.90亿美元，微博（WB）211亿美元

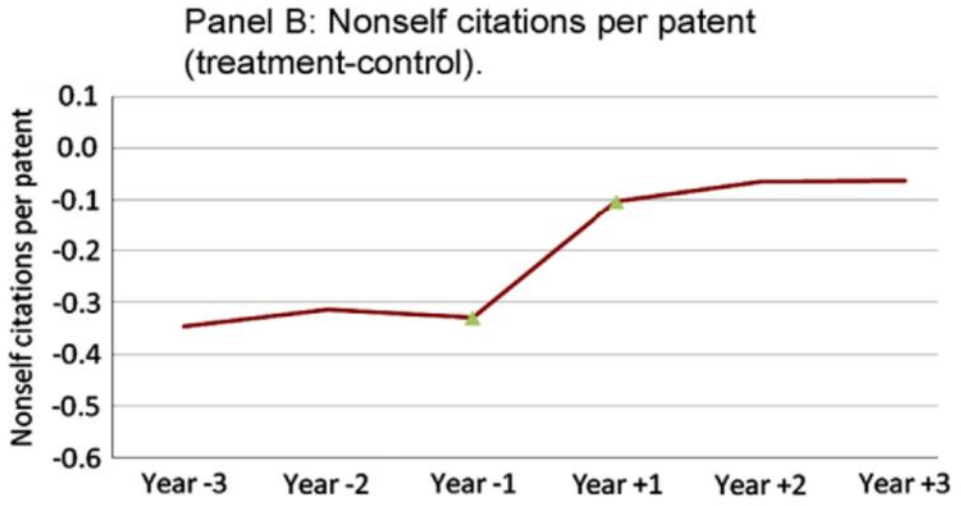


- 持有的微博46%股权市值为97.06亿美元，较新浪高20%
- 新浪门户网站2016年营收和毛利润分别为3.88亿美元和2.15亿美元
- 持有微博股票市值+门户业务估值+剔除长期投资资产净值= 125亿美元，叫新浪市值高54.5%

分析师追踪(He and Tian, JFE)



减少一个分析师追踪后创新数量增加5%



减少一个分析师追踪后创新质量增加8%

投资者保护与研发投入（Brown, et al, JF）

- 通过观测32个国家和地区企业投资及相关融资环境的数据，研究发现，强有力的股东保护和更好的股票市场融资渠道能显著增加长期研发投资，尤其对于中小企业。

	Financial development measured as					
	Country equity issues				Accounting standards	IPOs/GDP
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Instruments:	Legal origin	Enforcement	Legal origin and Enforcement	ASD and Enforcement	Legal origin and Enforcement	Legal origin and Enforcement
ExternalDepend × Country equity issues	0.359 (0.162)	0.689 (0.275)	0.444 (0.123)	0.445 (0.177)	–	–
ExternalDepend × Accounting standards	–	–	–	–	0.388 (0.161)	–
ExternalDepend × IPOs/GDP	–	–	–	–	–	0.814 (0.386)
R^2	0.359	0.356	0.361	0.361	0.354	0.352
Observations	5,310	5,125	5,125	5,125	5,076	5,125
Differential in R&D	0.013	0.024	0.016	0.016	0.021	0.018

投资者保护对企业投资效率的影响（McLean et al., JF）

- 采用44个国家和地区的数据，研究发现投资者保护强的地区企业投资对项目价值具有更高的敏感度，对现金流具有更低的敏感度。
- 该发现表明，投资者保护提升了股价的准确度，降低了企业财务约束，鼓励了更有效率的投资。

Panel A: Firm-Level Investment Regressions

			Common	Disclosure	Liability	Protect	Anti-Self	Access	Nonzero
Lagged q (q)	0.117***	−0.244***	−0.145	−0.202**	−0.141*	−0.114	−0.253***	−0.091	−0.105
	(12.07)	(4.09)	(1.50)	(2.59)	(1.80)	(1.22)	(3.53)	(0.77)	(1.02)
Cash flow (CF)	0.141***	1.646***	1.284***	1.485***	1.251***	1.123***	1.630***	1.286***	1.102**
	(3.96)	(4.03)	(3.06)	(3.79)	(3.20)	(2.89)	(3.83)	(3.23)	(2.11)
GDP*q		0.035***	0.021***	0.026***	0.021**	0.016	0.032***	−0.003	0.017
		(6.02)	(2.11)	(2.56)	(2.20)	(1.50)	(4.48)	(0.19)	(1.31)
GDP*CF		−0.147***	−0.098***	−0.121***	−0.093***	−0.074*	−0.142***	−0.070	−0.075
		(3.69)	(2.47)	(2.89)	(2.34)	(1.90)	(3.45)	(1.55)	(1.41)
Interaction with q			0.063***	0.064	0.060**	0.083***	0.072*	0.039***	0.001*
			(4.50)	(1.53)	(2.06)	(2.61)	(1.93)	(3.48)	(1.72)
Interaction with CF			−0.159***	−0.122	−0.197***	−0.272***	−0.051	−0.069*	−0.003***
			(3.06)	(0.77)	(2.94)	(4.71)	(0.45)	(1.84)	(3.43)
Observations	240,300	240,173	240,173	240,173	240,173	240,173	240,173	238,993	238,433
R^2	0.15	0.15	0.16	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15

因思想 而光华

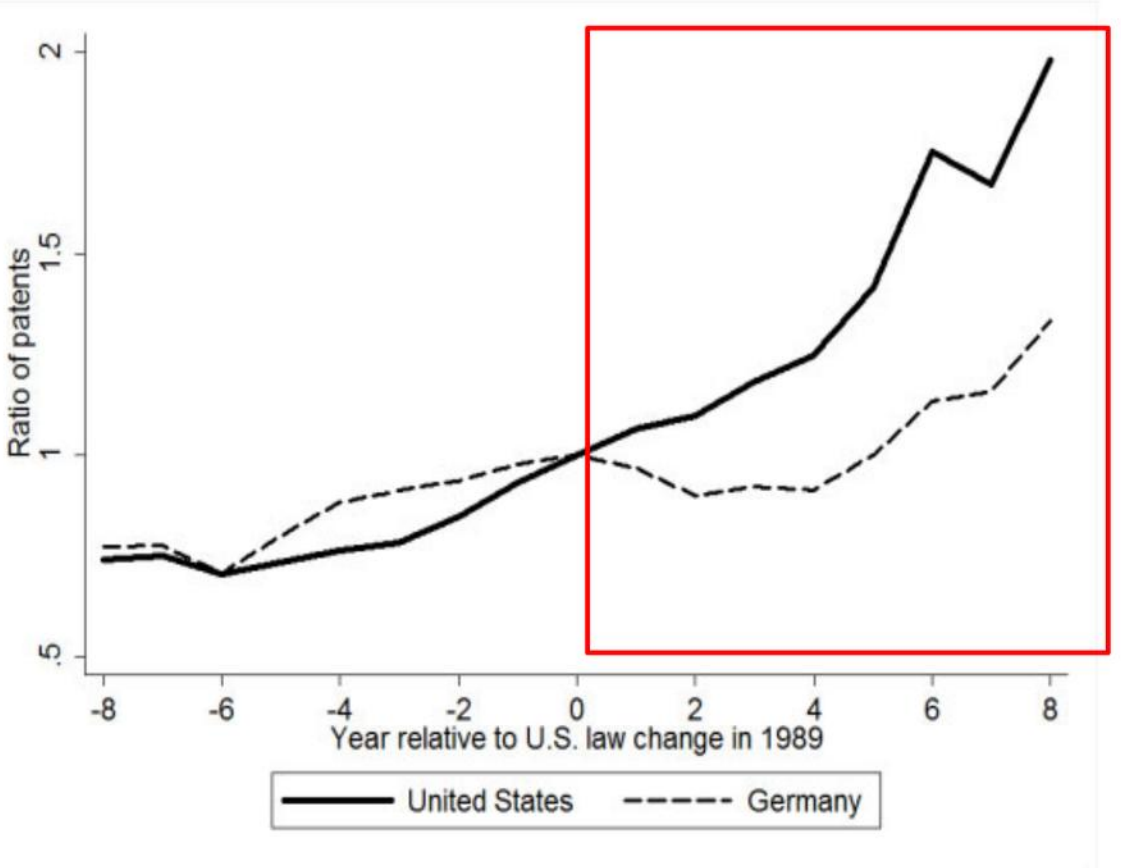
投资者保护与公司价值（La Porta et al.，JF）

- 当投资者获得更好的保护时，他们愿意为其所投资产支付更高的价格。
- 通过27个国家和地区的539个上市公司的数据，研究发现，在对小股东保护更好的国家，公司的估值更高。

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.0705	−0.0181	−0.0639	−0.1906
	(0.0704)	(0.0758)	(0.1389)	(0.1318)
Industry-adjusted growth in sales	0.7505*	0.7487*	0.7534*	0.7443*
	(0.1336)	(0.1337)	(0.1336)	(0.1336)
Common law	0.1982***	0.2613**		
	(0.1199)	(0.1196)		
Anti-director rights			0.0659	0.0857**
			(0.0415)	(0.0377)
CF rights		0.2811**		0.4066*
		(0.1158)		(0.1583)
CF rights * common law		−0.2571		
		(0.2058)		
CF rights * anti-director rights				−0.0764
				(0.0481)
Overall R^2	0.0659	0.0801	0.0638	0.0851

对创新者“宽容的”劳动法激励创新（Acharya et al., JLE）

通过观察美国、英国、法国、德国等国家解雇法的变化，研究发现，更严格的解雇法(更多的对创新者的保护）促进了企业层面创新，尤其是在创新密集型行业。



对债务人“宽容的”企业破产保护激励创新（Acharya and Subramanian, RFS）

- 通过观察美国企业破产法案与创新数据，研究发现对债务人比较友好的破产法促进了失败后重新开始，促进了债务融资，从而有利企业创新。

Dependent variable is logarithm of	(1) Number of patents	(2) Number of citations	(3) Number of firms	(4) Number of patents	(5) Number of citations	(6) Number of firms	(7) Number of patents	(8) Number of citations	(9) Number of firms
				Panel A: Main tests					
Creditor rights change	−0.087**	−0.121**	−0.077**	−0.102**	−0.143**	−0.088**			
	(2.17)	(2.39)	(2.23)	(2.25)	(2.46)	(2.30)			
Creditor rights change (≥2)							−0.099**	−0.138**	−0.089**
							(2.12)	(2.38)	(2.25)
Creditor rights change (0,1)							−0.020	−0.053	−0.013
							(1.08)	(1.59)	(0.73)
Creditor rights change (-2,-1)							0.041**	0.052	0.042**
							(2.33)	(1.53)	(2.30)
Innovation intensity	0.042***	−0.022	0.023**	0.043***	−0.022	0.023**	0.043***	−0.021	0.024**
	(3.96)	(1.04)	(2.18)	(4.07)	(1.01)	(2.26)	(4.11)	(0.99)	(2.28)
Log of GDP per capita				0.665	0.962	0.462	0.649	0.939	0.448
				(1.26)	(1.60)	(1.15)	(1.23)	(1.57)	(1.12)
Value added in 3-digit ISIC in a year/total value added by the country in that year				−0.000	−0.004*	−0.000	−0.000	−0.006*	−0.000
				(0.95)	(1.70)	(1.22)	(0.96)	(1.70)	(1.23)
Log of country's imports to the U.S. in the 3-digit ISIC industry in a year				−0.001	0.001	−0.000	−0.001	0.001	−0.000
				(1.48)	(0.79)	(0.49)	(1.47)	(0.80)	(0.48)
Log of country's exports to the U.S. in the 3-digit ISIC industry in a year				−0.001	−0.001	−0.000	−0.001	−0.001	−0.000
				(1.36)	(1.17)	(0.59)	(1.37)	(1.18)	(0.60)
U.S. patent class dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Application year dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	86,308	86,308	86,308	86,308	86,308	86,308	86,308	86,308	86,308
Adjusted *R*-squared	0.60	0.61	0.63	0.60	0.61	0.63	0.60	0.61	0.63

对债务人“宽容的”个人破产保护激励创业 （Armour and Cumming, ALER）

- 通过观察北美及欧洲15个国家16年自主创业的数据，研究发现“宽容的”个人破产法促进创业。

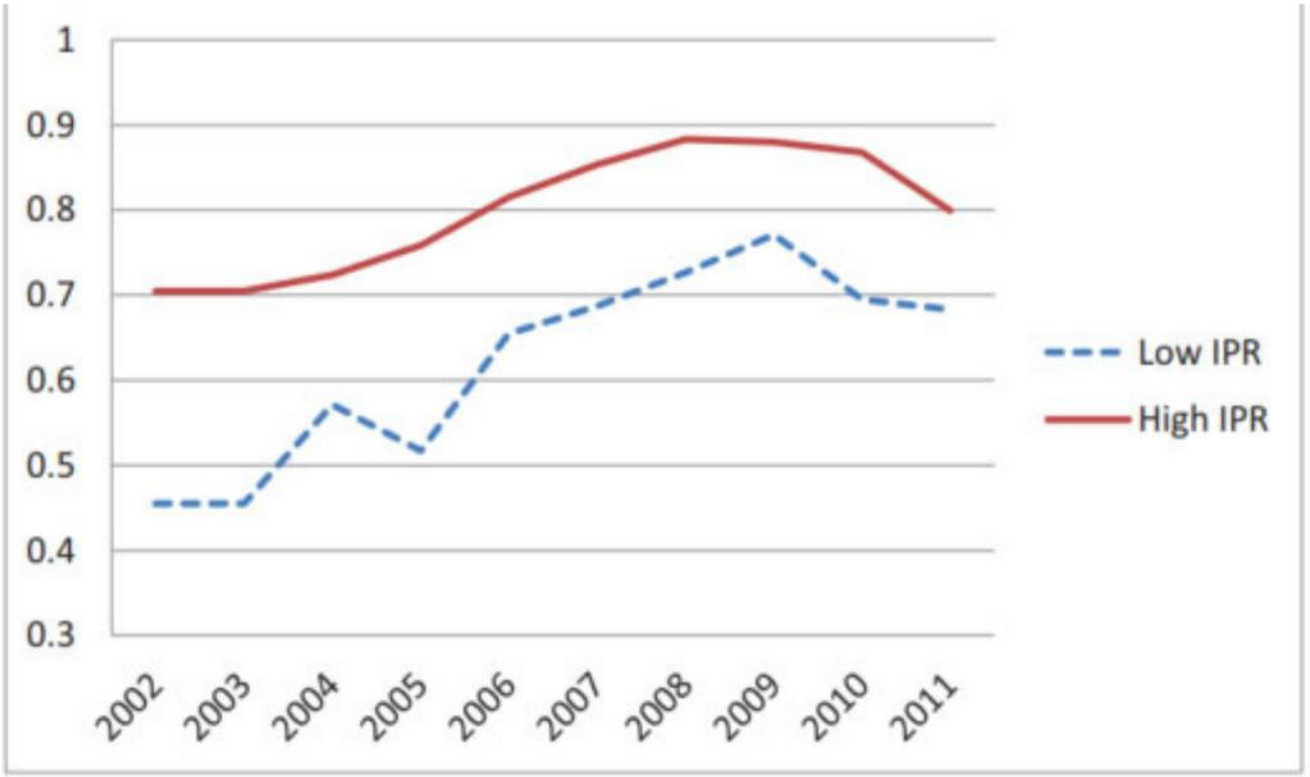
Panel A. Alternative control variables

	Dependent variable in Models (1)–(7): Eurostat self-employment/population						
	Model (1)	**Model (2)**	**Model (3)**	**Model (4)**	**Model (5)**	**Model (6)**	**Model (7)**
~~Country fixed effects?~~	~~Yes~~	~~Yes~~	~~Yes~~	~~Yes~~	~~Yes~~	~~Yes~~	~~Yes~~
Time to discharge	−6.38E-05 (−2.914)***	−6.38E-05 (−2.918)***	−6.36E-05 (−2.900)***	−6.40E-05 (−2.908)***	−6.41E-05 (−2.914)***	−6.90E-05 (−3.021)***	−6.31E-05 (−2.606)***
Real GDP growth		4.35E-05 −0.028	−4.30E-04 (−0.237)	−3.49E-04 (−0.193)	−5.26E-04 (−0.286)	−1.40E-03 (−0.683)	−1.84E-03 (−0.839)
Real R&D growth			1.35E-03 −0.541	1.32E-03 −0.529	1.41E-03 −0.562	2.46E-03 −0.937	2.69E-03 −0.994
MSCI growth				−4.11E-06 (−1.986)**	−4.28E-06 (−2.043)	−4.16E-06 (−1.981)**	−4.39E-06 (−1.968)**
Income taxes on wages					−1.52E-05 (−0.888)	−1.75E-05 (−1.010)	−1.55E-05 (−0.902)
Dummy for 1999 and 2000						−6.29E-04 (−1.196)	−7.02E-04 (−1.303)
Time trend							2.81E-05 −0.457
Number of observations	240	240	240	240	240	240	240
Adjusted R^2	0.981	0.981	0.981	0.981	0.981	0.981	0.98
F-statistic	814.57***	760.25***	713.20***	673.18***	635.74***	603.58***	572.96***
Log-likelihood function	1059.552	1059.553	1059.699	1060.16	1060.324	1060.786	1060.942
Akaike information statistic	−8.696	−8.688	−8.681	−8.676	−8.669	−8.665	−8.658

因思想而光华

知识产权保护是促进创新的重要制度（Lerner et al., RFS）

- 通过观察中国2002到2011年间知识产权保护的数据，研究发现，知识产权保护有效激励企业创新活动，尤其对于民营企业和民营企业家。



因思想而光华

金融市场开放（Moshirian, Tian, Zhang, and Zhang, JFE）

- 某一国家的金融市场开放和该国家的创新数量、创新质量、创新企业数量均呈现正相关的关系。
- 金融市场开放能够促进创新。在1981-2008年间实现金融市场开放的国家，其创新数量、创新质量、创新企业数量平均增长了13%、16%、8%。

创新	创新数量 (1)	创新质量 (2)	创新企业数量 (3)
金融市场开放	0.125*** (0.05)	0.156*** (0.05)	0.076*** (0.02)
控制变量	是	是	是
固定效应	是	是	是
样本量	9071	9071	9071