

利用资本市场推动创新和经济转型

○ 胡祖六



胡祖六

著名经济学家和金融专家。清华大学硕士、哈佛大学博士。研究领域包括宏观经济、国际金融和资本市场。著作有《全球竞争力报告》、《关于中国与世界的五大神话》、《金融与现代化》及《全球化时代的汇率与宏观经济政策》等。

胡祖六长期活跃在全球金融市场前沿，现任春华资本集团创始人及董事长。曾任高盛集团董事总经理，合伙人与大中华主席。在此之前，他在国际货币基金组织华盛顿总部担任经济学家。

胡祖六是香港特区政府策略发展委员会委员，香港证券与期货监管委员会顾问委员会成员，哈佛大学中国顾问委员会成员，斯坦福大学国际经济发展研究所（SCID）与哥伦比亚大学 Chazen 国际商业研究所顾问，耶鲁—中国雅理学会理事，中美医学局理事，以及大自然保护协会中国理事会联执主席。

从“十二五”发展规划期开始的未来十年，是中国经济发展方式与经济结构大转型的关键时期。第一，中国2010年人均GDP为\$4000，已经达到世界银行划分标准定义的所谓低中等收入（lower-middle income）水平。但是，与发达高收入国家3万美元以上的人均GDP水平相比，仍有巨大差距。虽然中国还有相当大的追赶潜力，但后发优势已经不如1978年人均GDP仅有250美元的低起点时候那样显著。中国是否会重蹈一些发展中国家的覆辙，陷入所谓“中等收入陷阱”，从此以后停滞不前，甚至倒退？第二，中国过去三十余年的经济发展依赖于出口拉动的低端劳工密集型制造业。但工资成本、土地、原材料与能源价格的上升，加之人民币的趋势性升值，中

国的成本优势将逐渐让位给印度、越南等国，低端制造业将逐渐失去国际竞争力。第三，中国经济高消耗、高排放和高污染的粗放增长模式后果深重，触目惊心。中国的空气污染、水污染、酸雨、食品安全、流行疾病等问题已经到了难以继续容忍的地步。面对这些挑战，怎么办？

经济学的原理与国际发展经验表明，唯一有效的中长期对策就是转变经济发展方式，推动经济结构转型，走科技创新之路，增加中国知识产权的拥有量，通过科技进步促进生产率的上升，从而实现经济在一个新的和更高层次上的可持续成长。而金融体系尤其是资本市场在推动中国创新和经济转型过程中可以发挥特殊的和重要的作用。

一般而言，实现经济成功转型，培育、发展和壮大高科技产业，需要具备一系列的条件和元素，其中最重要的条件包括人才、市场、资本与社会文化大环境。我认为中国在人才和市场两项上占有优势，但是在资本市场和社会软环境两方面还存在严重不足。

从人才来看，中国已经基本上建立了一个庞大的高等教育体系。中国大学理工科毕业生人数众多，2007年就达到了86万（美国为48万），居世界第一，已经拥有了一支有相当规模的研发人才队伍。此外，中国还有一支高质量的海外高端人才队伍，其中越来越多的人愿意回国创业服务。雄厚的人力资本基础是中国走向创新之路的一个显著优势。

从市场来看，中国的快速工业化与城市化已经开始形成了一个广阔的国内市场，为新技术新产品的商业化推广、普及和大规模的生产销售，提供了非常有利的条件。阿里巴巴、腾讯等互联网公司在中国能够快速发展，并不主要归结为技术上的创新或者商业模式的创新，一个重要的推动力来自于中国新兴中产阶级消费市场的迅速扩张。很多国家尝试过电子商务，但是鲜有成功案例，只有在美国和中国才真正得以发展，与这两个国家的市场规模不无关系。

图片来源: CFP



2010年6月1日，阿里巴巴集团旗下淘宝网与软银集团控股雅虎日本当日在东京共同启动中日网购互联平台。阿里巴巴董事长兼CEO马云（右）和软银集团总裁兼CEO孙正义出席新闻发布会



位于美国加州圣克拉拉县的google总部

从资本来看，中国拥有较高的国民储蓄率，中国的银行体系和资本市场发展很快，已具有较大规模。但是，中国的金融体系有诸多体制问题，整体上还缺少运作效率，融资尚不便利顺畅，特别是中小企业和创新企业的早期融资仍然面临许多障碍。中国的VC/PE日趋活跃，势头可观，但还处于发展初期，无论是GP还是LP都欠成熟，其经验、专业能力与记录还亟待改善和提高，同时有关PE/VC基金的法律监管和政策上还有许多不确定性。

最后，从社会大环境考量，中国的软环境建设近年来有了长足的进步，在法制、税收与监管政策等诸方面都取得了显著的改善，但是总体而言，中国法规政策体系的可预见性依然较差，政府与监管官僚体系还缺少透明与运作效率；尤其是真正有利于创新和冒风险的文化在中国还没有完全形成。

因此，对目前的现状客观评估，可以说中国已经基本具备了人才和市场两个非常有利创新的条件，但是在资本市场和软环境两个方面仍然有所缺失，制约了创新，需要努力加以弥补。

中国的金融体系以传统的商业银行为主，间接融资模式有利于成熟的企业特别是大型国企，但是因为信息不对称，缺少抵押物等原因，中小企业银行信贷融资面临极大瓶颈，且难以克服股本资本金不足的问题。股票资本市场近年来发

展迅速，已具相当规模，特别是深圳创业板的推出具有里程碑意义。但是，股票与债券发行仍然实行行政审批制，审批程序过于漫长、复杂、繁琐、不可预测。这是中国直接融资比例长期偏低，融资结构失衡的主要原因。债券市场的发展严重滞后，迄今缺失适合创新企业融资的高收益率债券市场，夹层融资与可转债发展不起来，对于高成长型企业灵活多元化融资和优化资本结构形成了极大制约。

此外，一个发达的资本市场应该便利企业并购活动，一方面可为处于不同生命周期阶段的企业通过并购做强做大形成规模优势，优化资源配置，另一方面也为支持创新型企业的投资者提供可以替代IPO的退出渠道。但是，中国的证券监管与行政审批制度导致企业并购发展缓慢，上市公司之间的并购更是困难重重。由此可见，中国证券发行规则与并购条例等已与中国改变经济发展方式和经济结构转型严重不相适应。

资本市场对于培育和发展创新型企业的十分重要。它是为创新企业提供早期创业资本，中期成长资本以及后续发展扩张的持续融资平台。美国、台湾、以色列、印度等国高科技产业的兴起与发展无不与资本市场有密切关系。美国作为全球科技最先进、创新最活跃的国家，在很大程度上得益于其最发达、最成熟、最完善的资本市场，以及高度活跃的VC/PE行业。美国的资本市



场在很大程度上刺激和支持了美国信息产业、新能源、清洁技术、生命科学、制药等创新产业的迅猛发展。

尤其值得指出的是，创新需要一个宽松、自由的政策环境与文化氛围，需要一个自由竞争富有活力运作良好的资本市场，而后的进一步深化与发展也需要一个良好的政策与法律软环境。中国改革三十余年，但经济体制转型并未完成，仍然非真正意义上的自由市场经济，目前还有计划经济时代遗留下来的许多过时陈旧、繁琐苛刻的行政法规与政策体系，阻碍了资本市场的发展，更是严重限制了创造的自由，禁锢了中国人民固有的创新与创业热情。

国家“十二五发展规划”提出自主创新培育发展新能源、新材料、遗传工程、生物制药、信息技术、云计算等深刻改变经济结构与人类生活方式的新型高科技产业。但是政府无法鉴别挑选赢家，只有竞争性的市场才能筛选最终胜者。政府最需要做的是打造良好的软环境，清除可能压抑资本市场和抑制创新的过时法律、法规与政策。比如，如果政府继续对高污染高排放的传统化石能源——如石油、天然气、煤炭等进行补贴或价格管制，造成扭曲的不合理定价，那么新型能源与清洁技术就难以真正发展起来。

历史一再证明，政府主导扶持发展高科技产业，愿望虽然良好，但实际效果往往不佳，甚至

事与愿违。中国的电讯业从1990年代以来重组改革，引进国际最新通讯技术，大力发展1G和2G（GSM、CDMA）的无线通讯网络，效果良好，使中国跳过了传统固网，而在无线通讯领域保持了与欧美同步的地位。但是近年来有关部门突发奇想，决意搞自己的3G标准与系统，结果不知花了多少钱，还是搞了一个四不像。现在中国的宽带网络基础设施与新通讯技术的普及应用又已经开始落伍于发达国家。事实上，高科技无需政府刻意扶植，政府只要扫除一些本身所设的障碍或者不要制造新的藩篱，就为新型创新产业的发展建立了一个良好的环境。

代表美国高科技的许多龙头企业如微软、苹果、Google和 Facebook，都是年轻人或在校学生在校或在车库或学生宿舍创业开始的。美国自由宽松的文化和发达的资本市场提供了优越的创业环境，使得有创意的年轻人如鱼得水。相比之下，中国对于Google与 Facebook这类公司的限制显得颇不明智。如果中国的年轻学子今天不能自由地使用代表当今世界科技最新潮流的Google和 Facebook，又怎能指望他们未来创造中国自己的Google或 Facebook呢？

基本上，中国的现行法律，政策与文化环境还不利于创新，不利于吸引人才，不利于培育发展一个富有效率的资本市场。中国政府的行政力量过于强大，官僚保守主义势力过于强大。一系列指标显示，深圳在创新与创业上比北京强，杭州、苏州比上海强。为什么？北京上海高校林立，人才济济，资源庞大，为什么创新反而不如深圳或苏杭成功？原因很简单，就是京沪两地政府太强大，太有势力。

因此，中国必须继续花大力气改善软环境，进一步发展资本市场，进一步发展VC/PE 和创业板，高收益率债券市场以及并购市场。这样，中国才能充分发挥自身的人才与国内市场的优势，大大推进创业和创新，成功地转变经济发展方式。

我相信，中国完全有能力、有条件、有资源复制台湾、韩国经济的成功转型经验，可以在未来十年由低端制造业大国变成创新大国，从而大幅提升价值链与国际竞争力，实现中国经济可持续地高速增长。✎

（本文根据作者在中国人民大学“第十五届中国资本市场论坛”上的演讲整理而成。）