

资本市场与中国经济的 关键十年 (一)

■ 祁斌



祁斌, 中国证监会研究中心主任, 北京证券期货研究院执行院长。

为有源头活水来, IPO 重启意义重大

近日新闻里发布了 IPO 重启和证监会新股发行改革办法出台的消息, 这对于 PE 行业是一件好事。同时, 它对于资本市场本身的发展也是一件好事, 因为它将激发市场的活力。我们古代有一句非常好的诗, “问渠哪得清如许, 为有源头活水来”。IPO 重启、新股发行改革以及三中全会提出的“推进股票发行注册制改革”, 为大量中小型、创新型企业提供发展的机会, 我们的经济转型才有希望, 也为大量投资者提供了丰富的投资工具, 使他们能够参与到中国经济转型进程中去并分享成果。资本市场的改革和其他市场的改革不太一样, 你改革一个土豆市场, 只能搞活一个土豆产业; 而你改革一个资本市场, 可以激活所有产业。因此, IPO 的重启和新股发行改革意义重大, 这也是资本市场落实三中全会决定的重要举措。

理解三中全会

下面, 我首先谈谈学习三中全会决定的体会。证监会主席肖钢在财经年会带领我们学习的时候强调了里面非常重要的三条。第一坚持社会主义市场经济的方向; 第二此轮改革是整体性、系统性的改革; 第三, 尽管是个整体的改革, 但是改革还是要有点, 这个重点还是经济体制改革。今天我们放眼全世界, 即便是最发达的国家, 经济发展仍然是第一要务。奥巴马很雄辩, 但竞选连任时很紧张, 为什么? 经济没搞好。老布什发动伊拉克战争, 民意支持率超过 90%, 过了几个月大选, 败选了, 为什么? 经济不行。发展是硬道理, 发达国家如此, 发展中国家更是如此。改革经济体制, 释放社会活力, 仍然是今天我们工作的重中之重。怎么改革? 《决定》中有一句最为著名的话, 叫做“让市场在资源配置中起决定性作用”。在三中全会《决定》的 60 条里头, 可能对全世界和全社会来说最震撼的就是“决定性”这三个字。



阿斯米尔鲜花市场

阿斯米尔鲜花市场

我记得 1995 年到芝大商学院学习的时候，一位经济学教授讲过一个鲜花市场的故事，我记忆犹新。他说在荷兰有一个全球最大的鲜花市场，叫阿斯米尔鲜花市场，有 200 个足球场大，还是室内的。我 1997 年在伦敦工作了半年，还专门找了个周末飞过去看了看，确实非常壮观。每天清晨，全欧洲的鲜花源源不断地从各国运来，到这里参加拍卖。上午九点，最先拍卖的花种是郁金香，荷兰的国花，然后是其他的花种。十点，全球鲜花市场的所有主要花种的价格全部确定，这些成千上万的鲜花随即开始被分装、打包，运往世界各地。第二天，在伦敦早上的八点，这些鲜花准时出现在伦敦的街头，在纽约早上的八点，出现在纽约的街头，东京早上的八点，出现在东京的街头。这位教

授问道，请问全世界有哪个伟大的政府能够做到这一点？答案是没有。是谁完成了这样精致而又庞大的工程？是市场。正是鲜花市场千千万万的参与者，是鲜花市场的无形的手，他们在追逐自己利益的同时，将鲜花送到最需要这些鲜花的地方，尽管远隔千山万水，各处不同时区，它一定会准确无误，绝不会搞错，不会在伦敦的八点送到纽约，也不会

市场的决定性作用和更好发挥政府作用

这就是为什么我们要让市场在资源配置中起到决定性作用。

我们可以和他争论，说这个说法完全忽略了政府的作用，没有政府，你怎么保证飞机准点起飞，怎么保证鲜花在街上不被人

抢？不错，这正是政府应该发挥的作用，维护社会秩序，维护市场秩序，做社会的守夜人。当然，飞机之所以能够准点起飞很大程度上也是依靠航空市场中无形的手的作用，但社会的守夜人和市场秩序的维护者的职责只能由政府来承担。

作为新兴市场，我们的政府可以多做一点，做什么呢？除了维护市场秩序，还可以帮助建设市场，降低市场运行的成本，提高市场运行的效率，让无形的手更好地发挥作用，但绝不是去替代它发挥作用。

我们要把鲜花送到最需要这些鲜花的地方，需要一个鲜花的市场。同样，我们要把各位手中富余的资金送到中国经济最需要的地方，并分享中国经济的成长，需要一个资本的市场。

改革的系统性、不可逆性和两只老虎

《决定》还有一个非常鲜明的特点，就是强调了本轮改革是个系统性和全方位的改革。我记得上大学时学习物理和化学课程的时候，学习过分子结晶的过程，印象非常深刻。液体结晶的时候，始于一些分子的聚拢，它们形成一小团一小团的“分子簇”，但这个时候，结晶还是个可逆反应，有很多分子聚拢，也会有聚拢的分子再散开。什么时候变得不可逆了？就是达到了临界体积，结晶过程就变为不可逆，这时会有大量的分子聚拢过来，而散开的分子越来越少，最终形成了晶体。我想，改革的推进，中国的崛起，都是这么一个过程，需要我们从全方位去推动，也需要我们每个人的努力，直到某一天，改革的推进和中国的崛起都成为不可逆。我记得我们八十年代在清华读书的时候，当时有一句非常时髦的话，叫做“从我做起，从现在做起”，这句话现在也一点不过时。

前几年，在一次论坛上，我曾经用过“两只老虎跑得快”的儿歌做过比方。中国的两只老虎，一只是社会问题，一只是改革，两只老虎跑得都很快，我们需要做的是，让改革这只

老虎跑得比另外一只快一些。

1921年的中国

数年前，我有一次在上海出差的时候，专门找了一点时间去参观了中共一大遗址，很受教育。在那里看到很多1921年时的文物，其中有当时街上散发的传单，从上面激昂的文字，看到当时的国家确是民不聊生，也理解了为什么会有那么多仁人志士愿意为救国家于水火而赴汤蹈火，于是中国共产党应运而生。在那里，我还不经意地了解到了另外一个情况，1921年的上海滩上建立了120个交易所，我们改革开放30年后的今天，只有一个上海一个深圳两个交易所，加上几个期货交易所，也就六七个。可是1921年的上海就有120个，交易什么呢？棉花、煤油、火柴，当然，还有证券，无所不有。你会喟然而叹，中国人民太勤劳，热爱交易，热爱交易所，中国这样一个民族，最后不走上市场经济的道路，是不可能的。但如果是一个完全自由、放任无序的市场经济，会是怎么样的呢？只会崩溃。事实上，一年后，1922年的春天，这120个交易所几乎全部倒闭。

理解社会主义市场经济

穿越时空的隧道，1921年的这两件事情，预示了未来的中国一定会走上一条道路，叫做社会主义市场经济，而这正是今天中国的道路。

我们搞政策研究需要学习历史、学习马列主义。我记得在研究期货市场历史的时候，曾经研究过芝加哥商品交易所的历史。芝加哥商品交易所从1848年开始，开启了商品交易，从农产品到工业品，最后到金融衍生品，成长为全球最大的期货和衍生品市场，想起来1848年也正是《共产党宣言》发表的一年，很有感触，觉得这还是有一点象征意义。人类过去一二百年的理念之争，口诛笔伐，甚至倒戈相向，本质上是在争论两个问题，第一是如何用好市场，让每一个社会的参与者能够发挥最大的积极性，

创造最大的繁荣；第二个是怎样维护好社会的公平正义，防止市场崩溃给社会带来的巨大灾难。所以，最后大家发现，需要寻找一个平衡点。从这个意义上讲，我们坚持走社会主义市场经济的道路，不仅是总结了我們自己的历史经验教训，也是借鉴了全世界各种文明要素的精华。

当然，不同的时代，不同的国情，这个平衡点不是一成不变的，需要与时俱进。随着社会的前进，应该将越来越多的资源交给市场去配置，这可能是一个螺旋式上升的过程，但方向应该是坚定不移的，同时更好地发挥政府的作用，更多地成为服务型政府。从“基础性”到“决定性”，是社会主义市场经济理论不断深化和内涵的不断丰富，也是我们新的发展阶段的必然要求。

市场经济的制高点是资本市场

改革开放 30 年，我们走上了市场经济的道路，而市场经济的制高点是资本市场。

三中全会决定与资本市场相关的内容，有一段完整的描述：健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并健全债券市场。当然，还有鼓励金融创新、丰富金融市场层次和产品，等等。

但实际上，三中全会决定中与资本市场相关的内容，远不止这些。比如说允许混合所有制经济实行企业员工持股。以前大家在讨论国有上市公司股权激励的时候有很多不同的看法，此次《决定》中非常明确，破除了理念上的障碍。我们必须使得国有企业的管理者和建设者有机会分享他们努力工作所产生的增量，否则就很难做到国有资产最大程度的保值增值，当然，这个问题的难点和重点在于定价的合理性，而这需要运用现代金融工具例如期权等进行正确的定价。

资本市场与现代企业制度

《决定》还指出，推动国有企业完善现代

企业制度，鼓励有条件的私营企业建立现代企业制度。什么是现代企业管理制度？改革开放初期，我们打开国门，学习西方，引进一条流水线，学习一种误差法，非常努力，现在看来很多都是瞎子摸象，并不是完整的现代企业制度，只有后来发展了资本市场，企业上市改制的过程中，建立现代企业治理结构，优化科学决策，完善信息披露制度，学会从股价中判断市场对于自身运行情况和商业价值的评估，才建立起了真正意义上的现代企业制度。所以这两句话翻译成简白的语言，就是国有企业要上市，民营企业也要上市。当然并不是所有的企业必须要通过上市才能发展，但与资本市场结合是企业最快、最有效建立其现代企业制度的办法，这也就是中国经济的现代化。

科技产业的发展 必须要依靠资本市场的引导

《决定》还强调，科技产业要依靠市场和各种创新要素的导向作用，明确了我们发展高科技产业，要以市场为导向。我们历史上诸多的高科技研究计划，大都不了了之，从来不需要接受市场的检验。很多笔数以亿计的科研经费，都是在年底前突击发放。我们不能忘了我们还是个穷国，这样巨大的浪费触目惊心，而且不断重复。这次三中全会非常明确，要通过市场和各种创新要素来引导科技产业的发展，而其中资本要素尤为重要。20 多年前，我们都是怀着“科技救国”的梦想走出国门的，学了诸多的现代科技，最后发现科技救不了国，或者只靠科技救不了国。对一个国家来说最重要的是经济体制，经济体制里面最重要的是金融体制，而金融体制里面最重要的是资本市场。科技产业的发展必须要依靠市场尤其是资本市场的引导。

（本文根据作者 2013 年 12 月 1 日参加北京“全球 PE 论坛”的发言和 12 月 6 日在清华大学所做《三中全会后的资本市场》的讲座内容整理而成）