

中国社会科学院创新工程学术出版资助项目



NIFD

国家金融与发展实验室  
National Institute for Finance & Development

B

中国上市公司蓝皮书

BLUE BOOK OF CHINESE LISTED COMPANIES

No.7

# 中国上市公司 发展报告 (2020)

## 中国上市公司蓝皮书

《中国上市公司发展报告（2020）》发布会

国家金融与发展实验室

2020年11月05日

## 张磊

中国社会科学院经济研究所 研究员

中国社会科学院上市公司研究中心 副主任

### 张磊：两融创新：从世界工厂到世界市场

我对张鹏所述内容进行学理方面的补充。刚才提到“未知的未知”怎么变成“已知的未知”，这里涉及到风险承担及其治理方面的问题，我的报告《两融创新：从世界工厂到世界市场》主要借鉴了梯若尔（2017）的双边市场分析框架，理顺了工业化和信息化之间的内在关系，解释了如何创造市场。

我们通常对于外部性的理解都是单边的，而且是作为外生参数，但实际上外部性是双边的，是内生的。在客户及其对应的产品都高度不确定的情况下，就需要利益相关方协同创造市场，这就是“未知的未知”，只有经过这个阶段才能转变为“已知的未知”——能够知道概率分布就可能解决了。不过这也会造成市场参与一方的决策对另一方的间接外部效应——这就是双边市场，双方互不知晓，但其中一方发挥作用对另一方决策产生重要影响。

双边市场外部性有三种不同解决方案。一是传统的由产业政策干预代表的公共产品解决方案，运用产业政策补贴工业化外部性。这套工业化理论的最大问题在于，政府作为权威第三方，自身代理成本很高，对于产

权保护的承诺会受到影响。二是由纵向一体化代表的私人产品解决方案。相关理论由威廉姆森（2002）较早提出，也就是企业理论，通过纵向一体化形成共同所有权，将一方决策外部性内部化。但问题在于这会弱化与市场相比的激励机制，因为企业所有权由资产剩余索取权和剩余处置权代表，一旦企业所有者掌握这样的裁判权，内部分红和激励规则将可能变得不可信，假如一方获得了超额收益，而是另一方承担了这部分风险，那么合约就会被撕毁，需要进行重新谈判。也就是说，存在不能内部化的外部性：在市场存在的情况下纵向一体化是没有问题的，但在客户及其产品都不确定的双边市场，将外部性内部化来抑制资产投资机会主义“敲竹杠”的效果很难得到保证，纵向一体化对激励的持续弱化最终势必引发严重的代理成本，抑制其缓解双边市场外部性的能力。三是由互联网平台代表的俱乐部产品解决方案。互联网经济兴起缓解了双边合同由谈判者数量不足导致的签约和履约难题，通过调整双边的收费结构和水平，形成门槛使一批人进行匹配，交易的成功率要比企业纵向一体化强很多，而且并不会弱化激励，这类似于外包，保持市场激励的同时兼顾合作。

这三种方案实际上是互补的，政府在产业政策干预中起到双边合同担保和仲裁者的作用，但面临信息和自身代理成本的挑战；为了缓解这个问题，美国产生了所谓的管理革命，也就是纵向一体化，但可能会抑制市场专业化分工带来的规模经济和范围经济，并弱化激励；之后就是八十年代出现的美国的股东主义问题，产生了大规模外包以应对所有者具有积极性而代理人没有积极性的问题。这就是我们所讲的怎样用多种组织方式解决“未知的未知”的问题。

理论的发展对于企业的经营战略提出重大改变，经济文献中引用率最高的就是Porter（1979）提出的竞争五力模型。具体地讲，影响企业战略定位的五大力量分别是市场上新参与者的威胁、替代产品或服务的威胁、客户的议价能力、供应商的议价能力，以及行业中竞争对抗的激烈程度。根据Porter模型，企业竞争力取决于能否形成对竞争对手的进入壁垒，以及对供应商和客户取得更好的贸易条件。就是说我有个“护城河”，可以不参与竞争，而你的客户或者我的供应商自相残杀，那么我的定价能力就增强了。在此基础上，Wernerfelt（1984）提出基于资源的公司观，认为形成企业竞争进入壁垒的关键在于获得不可或缺的独特资源，即进行优质要素的积累。但这个方法很明显是一种企业理论的概念，与双边市场不搭界——假如市场未形成应该怎么办？此时不仅要有优质要素积累，还需要与外部利益相关者协同创造市场的能力。而理论上张鹏所讲的优质要素怎样衡量、估值，这些都是可以反映出来的，这里所强调的是双边的投资策略。优质要素积累本身仅仅可以保证企业成为双边（或多边）市场中的重要一方参与者，企业竞争力最终形成还得取决于利益相关者协同创造市场的能力，所以要同时鼓励在位企业和非在位企业的平台创新，而互联网最重要的是提供了一个除了企业、国家之外的“平台”。

从历史背景来看，东亚复兴是第二次经济全球化提供的国际产业转移战略机遇期与垂直专业化生产和全球价值链建设双重叠加的结果。这里美国存在战略误判。原本美国人的想法是离岸生产一体化之后，产业集聚则更可以对离岸生产商的最低成本提供保证，然而他没有重视离岸生产商规模经济的影响，他认为一方面其技术和贸易都是通过跨国公司内部进行的，难以被复制；另一方

面，信息技术革命可以把制造业与研发、产品定义、设计、品牌和市场营销等环节割裂开来，将知识碎片化，因此不会产生技术外溢。所以垂直专业化引导产品组件在本企业之外生产，也就是外包，因为他认为你永远处于价值链的低端“替我打工”。台湾宏碁集团施振荣于1992年提出“微笑曲线”，将一条价值链分为若干区间，即产品研发、零部件生产、模块化零部件生产、组装、销售、售后服务等，其中组装，也就是生产制造环节中总是处于价值链上的最低利润环节。离岸生产商仅据守价值链低端与跨国公司合作，这只是一个单边市场思维，因为双边市场或者多边市场中，离岸生产商是能够享受知识外溢的重要参与方。作为离岸生产商，中国是其中最杰出的代表，也有能力享用他人创造的市场外溢。

我认为股东主义解决了激励不足的问题，但美国未预料到这会破坏其整体创新生态的完整性。平台的含义就如同“婚介所”，媒婆能力很强，能够将帅小伙和漂亮姑娘进行有效匹配，但是离岸生产相当于把“漂亮姑娘”都放到了中国，即使平台拥有很强大的匹配能力但发挥不了作用，我们完全可以从低端起步把市场抢过来，还能进一步升级为自己的平台。所以美国错误将离岸生产同低附加值产业等同，正是为了纠正对离岸生产商获取知识外溢潜力低估的错误，美国要求根据互惠责任和体制趋同原则对原有的全球化战略进行调整。也就是说，原来的全球化是公共产品，《华盛顿共识》将其推向极端，使得看似市场不需要规则，其实这是错误的，市场秩序的缺失会破坏市场环境。中国抓住了这个机会成功融入世界经济，超越美国成为全球最大的制造业经济体，我们在生产力、工业方面的差距缩小到与美国等发达国家的1/3之内，对其构成了挑

战。所以美国人要调整全球化战略，要脱钩、止损，从其自身逻辑上完全正确，无论是谁上台都会做这件事。

“梯子”踢掉之后怎么办？美国全球化战略的调整势必会极大限制东亚新兴经济体作为离岸生产商获取世界经济知识外溢的能力，迫使中国采取两融创新的国家发展战略，切实提升自身的市场创造能力。以实现从快速工业化的高增长向内部循环带动外部循环的高质量发展转型。2015年以来，中央和国务院连续发布了几个指引改革创新和产业升级的重要文件，3月的《关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略的若干意见》、5月的《中国制造2025》行动纲领、7月的《“互联网+”行动指导意见》（吴晓波，朱克力等，2015）。这一系列文件共同构成中国的国家创新发展战略。中国制造2025和“互联网+”将创新重点集中在工业化和信息化的深度融合上（王喜文，2015）。两融创新发展战略无疑是希望通过对新技术驱动的消费（使用）场景探索，切实提升自身的市场创造能力，使得中国从世界工厂走向世界市场。我们抓住了作为世界工厂的战略机遇期，但这是周期性的全球化所赐予的。全球化的周期性表明市场本身存在规则，不可能是完全自由放任的，但是周期结束之后，我们还是要转向创造市场的能力上。市场中存在隐藏、分散的知识，而市场经济的最大优势在于可以利用分散的知识，但又存在无法协调适应外部性的弱点。这就需要实施三层嵌套式的治理。第一层是基于剩余资产索取权的企业内部治理，这是合约的自我执行。问题是除了拥有剩余资产索取权者之外，其他人的激励弱化了，而所有者对于利润分享的承诺也变得不可信。第二层是平台市场的协同创造能力，基于平台规则合约的自我执行。平台市场就是我们所讲的“俱乐

部”，在一批互相有兴趣的人形成的小团体内按照规则进行合作。这适用于初创期，由风险资金或者私募支持初创企业，一方面恢复了激励，另一方面运用了平台运作方式，使得双边市场在俱乐部内可能会被磨合出来。这一层就是平台的治理，也是互联网最了不起的地方。第三层是引入第三方权威合约的执行，就是我们经常说的国家理论。平台的问题在于没有规模经济，只是小小的俱乐部，要想应对紧急状态或者大范围的外部性仍需依靠政府。所以一定要有第三方的合约。国家不同于其他权威，一是在于完全垄断，二是在于终极裁判权，如果这种权力没有边界或者制约机制，对产权保护的承诺就不可信了。通过这三层判断企业的品质，就在于其内部治理，其在平台中的作用，以及和政府之间的关系把握，我认为这是对于环境、社会责任那套方法的一个补充。多层嵌套治理就是要探索合理的市场、企业、平台和政府的边界，我认为这四种组织缺一不可，但是边界究竟在何处，要依靠优质上市公司来探索出最佳的谈判策略。这就是我大致分享的学理方面的内容。