

“光华思想力”致敬中国改革开放40年

BIG to BRILLIANT 从大到伟大2.0

重塑中国高质量发展的微观基础

刘俏 著

商业模式 公司治理 制度基础设施
微观基础 《财富》500强 阿里巴巴
增长=投资资本收益率×投资率
股权结构 有形之手 无形之手 无锡尚德 投资拉动
哈耶克与凯恩斯 多元化 CAPM 中石化 GE 大而不倒
地方政府金融 $ROIC \geq WACC$

改革开放40年
商业模式的变迁
公司治理的变迁
制度基础设施的变迁
微观基础的变迁
增长=投资资本收益率×投资率
股权结构的变迁
有形之手与无形之手
无锡尚德的变迁
投资拉动的变迁
哈耶克与凯恩斯的变迁
多元化的变迁
CAPM的变迁
中石化的变迁
GE的变迁
大而不倒的变迁
地方政府金融的变迁
ROIC≥WACC

重塑经济增长的逻辑和微观基础

实现企业“从大到伟大”的转变是中国高质量发展的核心要义

机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS



BIG
to
BRILLIANT

从大到伟大2.0

重塑中国高质量发展的微观基础

刘俏 著



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

随着中国经济从高速增长进入高质量发展阶段，提升全要素生产率以及在企业层面提升投资资本收益率（ROIC）将成为未来增长最重要的源泉。中国经济的微观基础在这一过程中必将发生深刻的变化。我们的企业需要改变在过去 40 年高速增长时期形成的认知和思维定式，真正把价值创造放在单纯地追求规模之上，重塑中国经济增长的逻辑和微观基础。

图书在版编目（CIP）数据

从大到伟大 2.0：重塑中国高质量发展的微观基础 /
刘俏著. —北京：机械工业出版社，2018.9

ISBN 978-7-111-60771-7

I. ①从… II. ①刘… III. ①企业发展-研究-中国
IV. ①F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2018）第 200594 号

机械工业出版社（北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

策划编辑：赵 屹 责任编辑：孙司宇

版式设计：张文贵

保定市中国画美凯印刷有限公司印刷

2018 年 9 月第 1 版·第 1 次印刷

169mm×239mm·24.25 印张·3 插页·293 千字

标准书号：ISBN 978-7-111-60771-7

定价：88.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务

网络服务

服务咨询热线：（010）88361066

机工官网：www.cmpbook.com

读者购书热线：（010）68326294

机工官博：weibo.com/cmp1952

（010）88379203

教育服务网：www.cmpedu.com

封面无防伪标均为盗版

金书网：www.golden-book.com

在下一个拐角，或许有
一条新路，或是一个秘密通道；
虽然我过去常常错过
终有一天我将
踏上这隐秘小路，走在
月亮以西，太阳以东。

——J. R. R. 托尔金

序

赶紧来吧

作家们、批评家们

所有用笔预测未来的人们

睁大你们的眼睛

像这样的机会稍纵即逝

但别盖棺定论得太早

因为时代的车轮还在旋转

——鲍勃·迪伦

这本书的主题是中国企业为什么需要“从大到伟大”以及如何才能实现“从大到伟大”。

就“从大到伟大”这一主题，我曾经在2013年至2014年间写作并由机械工业出版社出版了《从大到伟大：中国企业的第二次长征》一书。该书出版后引起了相当大的反响：2014年3月甫一出版即被《中国新闻出版报》列为当月的十大畅销书之一，并被列为经管类书籍第一名。随后几年，这本书被多次印刷，需求始终存在，在最近两年甚至还呈现不断上升的趋势。“从大到伟大”这一提法开始被广泛接受，2018年的博鳌论坛甚至以“从大到伟大：企业的蜕变”为题设计了一个分论坛，讨论如何定义并建设伟大企业——作为《从大到伟大：中国企业

的第二次长征》这本书的作者，我有幸被论坛组织者邀请主持了那次分论坛。

2017 年 1 月，Palgrave Macmillan 出版了我的英文书 *Corporate China 2.0: The Great Shakeup*。在这本书里，我几乎是围绕同一主题，提出中国经济在高速发展近 40 年后，需要一个全新的经济微观基础，企业应该把经营侧重从规模发展转向价值创造，中国企业正从以规模为导向的 1.0 阶段进入以价值创造为导向的 2.0 阶段。这本书主要是为国际学术界和政策界的英文读者撰写的，目的在于帮助他们更好地理解改革开放中的中国企业和它们所走过的不同寻常的路。当然，我在书里也毫不讳言中国企业在中国经济进入新时代后所面临的各种挑战。这本书在国际学术界有一定的影响力。曾任美国金融学会主席的 Franklin Allen 教授强力推荐此书给“所有对中国经济和中国金融感兴趣的人”！

这两本书出版至今时间并不算长。但是，中国发展和变化的速度让任何一本以现代中国为题材的书籍都会在短短的五年内给人“时过境迁”的感觉。当然，时光流逝中一定有些恒常不变的东西。我一直坚信中国最近 40 年的波澜壮阔下面隐藏着一些捭阖经济社会生活的基本逻辑和法则。而对这些逻辑和法则的逐渐认知，以及在心底培养起对它们的敬畏，是我们迄今能够取得巨大经济成就的原因。凡是涉及基本逻辑和法则的问题都属重要问题，都值得也必须去反复研究和思考。中国企业“从大到伟大”这个命题是涉及这些基本逻辑和法则的重要问题。套用若干年前在研究生院攻读博士学位时，听到教授经常开的一个关于芝加哥学派的玩笑：芝加哥大学经济系教授们出的博士资格考试题目永远都不会变，但答案一直在变。中国企业“从大到伟大”是一个值得也必须去反复研究的问题！

改革开放 40 年，通过政府顶层设计，并激发自下向上的活力，我

们积极参加全球产业链的分工布局；同时，中国庞大的人口和市场令制造业能快速扩张，涵盖诸多领域的制造业集群不断涌现。这一切使得大规模生产和产业的崛起在中国成为可能，进而完成工业化的进程。此外，中国的高速增长还得益于政府积极制定长远发展战略并贯彻实施发展战略的出色能力。政府制订并实施不会受到利益集团掣肘的长远发展计划，并利用各种行之有效的方法确保规划目标的实现。

中国的改革设计者和各个领域的践行者们不囿于陈规俗见的约束，创造了大量独具中国特色的实践经验。例如，通过对外开放，坚决参与全球产业分工，培养中国在全球市场上的竞争能力；在经济发展早期资本严重缺乏时，地方政府创造性地把土地的未来收益“证券化”，以房地产投资和城镇化推进来促进经济增长；通过适度的“金融压抑”政策，将稀缺的资金聚集起来，投入到国家重点扶持的行业中，助力产业发展……这一切深刻地反映在中国经济微观基础的变迁上：中国在现代意义上的企业从几乎没有到有、从小到大、从纯粹的本土企业到逐渐发展出一批全球性的企业，从追随到引领，从点到线再到面，留下一系列可圈可点的印记，它们形成了具有中国特色的发展道路，为人类面临的共同挑战贡献着中国方案和中国智慧。

当然，促成中国经济高速增长的很多因素是一次性的。在享受了多年的人口红利之后，我国的人口老龄化问题在加剧，中国制造的竞争优势逐渐丧失；长期的高投资带来的大面积产能过剩和企业高杠杆问题，使得企业未来继续维持高投资率变得越来越困难；地方政府之间的经济绩效竞赛极大地激发了地方政府投资的热情，但增长主义倾向也带来了大量的低效投资和庞大的地方政府债务；适度“金融压抑”政策有助于社会迅速实现工业化，但金融压抑所带来金融中介服务低效、覆盖面窄、结构不合理等痼疾，正制约着中国经济增长质量的提高；房地产业

曾极大地促进了投资拉动的中国经济发展，并为地方政府财力的扩大创造了条件，但“土地财政”和高房价也在很大程度上绑架了中国经济，制约着中国经济结构转型的实现；扭曲的公司治理模式模糊了企业经营的真实目标，导致企业普遍缺乏创新商业模式和价值创造的动机与能力……

中国经济和社会生活中一系列结构性问题的出现和发酵，严重影响中国经济实现可持续的包容性成长。为此，中国政府提出经济需要从高速增长向高质量发展转型。这一过程中，我们的企业需要改变在过去40年经济高速增长时期形成的认知和思维定式，充分理解经济及企业发展的阶段性问题，真正把价值创造放在单纯地追求规模之上。**重新塑造经济的微观基础，实现企业“从大到伟大”的转变是中国实现高质量发展的核心要义。**

宏大的叙事下从来都是由无数个体的坚持与奋斗组成。40年间，我们目睹了一个又一个财富故事和一代又一代商业传奇。骄傲之余，我们必须明白身处的时代正在急剧变化着——新技术的冲击、经济重心的倾斜、地缘政治的变迁和逆全球化思潮在不断改变着产品和服务的供给端与需求端，一个又一个行业结束了“黄金时代”，开始步入“白银时代”甚至“青铜时代”。大时代下，任何个体都不能摆脱家国和时代大潮的冲击和裹挟。在这个急需我们去反思技术，反思文明进程，反思发展模式的重要历史节点，在我们赖以生存的智慧 and 习以为常的秩序受到诸多挑战之时，**我们的企业需要去直面各种问题和挑战，去展现“定义美好”的能力和“建设美好”的愿力。**回归到企业经营的本质，摆脱以“短、平、快”的寻租方式片面追求规模的倾向，展现价值创造的卓越能力，实现从大到伟大的飞跃，是中国企业在新时代急需建构的价值理念和思维逻辑体系。

中国在改革开放的前 30 年获得了 4% 以上的全要素生产率 (TFP) 年均增长速度, 很大程度解释了中国人均 GDP 的爆发式增长。但随着中国工业化进程和高增长阶段接近结束, TFP 增长率在过去七年已经下降到年均 2.3% 的水平。未来的经济发展很大程度上取决于我们能否通过更多、更有效的研发和对企业家精神的激发与保护进一步提升全要素生产率, 重新塑造中国经济的微观基础。我们必须充分认识到, 占 GDP2% 的研发投入虽然绝对数量可观, 但是研发的绩效还有很大的提升空间。我们大量的研发 (Research & Development, 简称 R&D) 是“发” (Development) 而不是“研” (Research); 我们的创新也大量集中在满足用户体验和提升效率这两个层次, 在以复杂技术和科学研究为基础的创新方面, 我们还非常匮乏。

我们亟待牢固建立起科学的理性精神。缺乏理性精神, 我们急功近利、好奇心钝化, 对建立起对人类世界、对本源和普遍性的深刻理解缺乏兴趣。我们不愿也无法专注于基础科学和底层支撑性技术的研究, 热衷于通过资本实现技术上的“拿来主义”。我们躁动着, 在各种各样质量不一的思维泡沫的指引下, 寻找各种快速成“财”的商业逻辑与商业机会, 却缺乏更大的格局去思考真正推动人类社会进化的力量。历史反复教育我们, 人们愿意相信并乐于制造各类泡沫的原因在于只有在泡沫中他们才有机会短期攫取暴利。于是, 在一个财富梦想主导一切的时代, 在各式各样的思维脑洞里, 在大风过后的满地狼藉中, 我们一边感叹着埃隆·马斯克和 SpaceX 的奇迹, 一边焦虑着自己的生活。

德鲁克曾说过, “没有什么比正确地回答了错误的问题更危险。”波诡云谲的大时代, 各类“思想泡沫”甚嚣尘上, 看似热闹非凡, 实则急需去伪存真。直面形形色色现象后的本质, 更为重要的是要提出正确的问题。在这本书里, 我在已有著述的基础上再度提出并重新阐释了

企业“从大到伟大”这一命题。书中，我将数据分析的时间维度延伸到 2017 年，并加入大量正向伟大企业发起冲击的中国企业的案例。在将企业“从大到伟大”这一命题置身于中国建设现代化经济体系这一更为宏大的叙事之后，我们发现研究企业变迁能够为理解中国经济和社会发展的结构性问题以及找寻这些问题的答案提供一个全新的、激动人心的视角。这本书反映了这样的思考。

大幕已经开启。以过往为序章，我们整理队形，重新出发——所有关于未来的答案都隐藏在现在。

是为序！

刘俏

2018. 5. 23

前 言

我不知道我们为什么会出现在这里，但我确信，绝不是为了孤芳自赏。

——路德维希·维特根斯坦

我一直认为自己是个幸运的人。我出生于 1970 年，在我快 10 岁的时候，中国的最高领导人邓小平开启了中国经济改革和开放的篇章。接下来 10 年，一场创业浪潮重新定义了中国经济。家庭联产承包责任制释放了中国人大力提升劳动生产率的热情；数百万乡镇企业如雨后春笋一般建立起来；中国的私营部门开始腾飞——张瑞敏、柳传志、鲁冠球和任正非等几乎是在没有任何商业经验的情况下，在 20 世纪 80 年代分别建立了海尔、联想、万向和华为。在经历短暂的经济停滞，邓小平 1992 年的南方谈话又开启了中国新一轮的经济改革与开发，推动了中国第二场创业浪潮。在这次浪潮中，许许多多受过良好教育的学者或政府官员选择“下海”创业。到了 20 世纪 90 年代，中国改革的重心逐渐向城市迁移，中国政府开始推动国有企业的改革，并于 1990 年分别建立了上海证券交易所和深圳证券交易所。

在我刚刚步入 30 岁之际，中国于 2001 年成功地加入世界贸易

组织（WTO），向国际社会逐渐开放了市场。乘着互联网创业的浪潮，许多先行者们陆续建立了大量的互联网企业。虽然它们中的绝大多数以失败而告终，但顽强生存下来的一小部分——如阿里巴巴、腾讯、百度和京东等却快速崛起，成功发展成为中国互联网领域的巨头。21 世纪的第一个 10 年，中国对外贸易的发展尤为迅速。与此同时，房地产市场也经历了长达 10 多年的高速发展。土地财政和快速上涨的房价从根本上改变了中国的经济结构和经济增长的逻辑，重新塑造着中国地方政府的行为模式和特征。这一方面极大地促进了中国 GDP 的增长，但另一方面也为中国经济的长期繁荣埋下了隐患。

2010 年，我在 40 岁时回到北京。此时，中国已成为全球第二大经济体，并且超过美国成为全球按 GDP 来计算最大的制造业大国，贡献了全球近 1/4 的制造业总附加值。^①全球经济正艰难地从 2008 年全球金融危机的泥沼中走出来，中国开启了从高速增长向高质量发展的新阶段……

1978 年至 2017 年，我这个年龄段的人有幸见证并亲历了中国改革开放这个波澜壮阔的伟大时代。得益于思想解放所释放出的动人心魄的力量，我们见证了人类历史上可能是迄今为止最为震撼的一个经济奇迹：40 年间，一个 13 多亿人口的国家按 GDP 来衡量的经济总量增长了近 35 倍，占全球经济的比重从微不足道的 1.8% 上升到 2017 年的 14.8%；一个自 150 年前清朝时期的“洋务运动”起就开始苦苦探索如何实现“工业化”的国家，屡败屡试，在中华人民共和国成立后再度

① 当然，如果按照国民收入总值（Gross National Product，即 GNP）计算，美国仍然是全球最大的制造业大国。

开启“工业化”的伟大征程，最终在改革开放这40年间修成正果，建成了完整的工业体系和产业集群，几近完成了伟大的中国工业革命；^①40年间，中国人均GDP从改革初期200美元的水平增长到逾9000美元，超过7亿中国人摆脱了贫困；与此同时，我们见证了一个全世界最大的中等收入阶层的崛起，他们的消费需求正引领着全球经济重心的倾斜和产业格局的变迁……

像做梦一样，在另一个时空里可能需要300年才能完成的事在中国短短40年就完成了。财富在爆炸式地增长。中国已经成为全世界最大的汽车市场、最大的奢侈品市场、最大的家电市场和最大的能源消耗国；中国已经拥有最赚钱的银行、最大的家用电器制造商和用户最多的移动通信运营商。巴黎、伦敦、纽约的大商场（Shopping Malls）或是奥特莱斯（Outlets）里，到处是操着各种方言的中国人的身影。13亿人口的国家，13亿个财富梦想，13亿个财富故事……

进入21世纪的第二个10年后，关于中国经济的叙事（Narrative）开始发生变化。在我迎来48岁生日之际，曾经创造无数中国经济奇迹的众多结构性因素似乎正开始丧失魔力——曾经充足且年轻的劳动力开始变老并且不再成本低廉；逆全球化的思潮正在许多国家出现并汇聚成一种令人担忧的趋势；长期基于信贷扩张的投资使企业杠杆高企，很多行业出现产能过剩；中国企业家们过去对中国经济长期看好的信心似乎也正在消退。同时，中国经济增长的速度开始放缓，2015年中国的GDP增长了6.9%，自1991年以来首次低于7%；2016年，中国的GDP增速下探至6.7%，虽然2017年又回升至6.9%，但低于7%的速

① 对中国是否完成了工业革命，学界仍有争论。但是以一个国家是否建立完整的工业产业集群以及第三产业是否超过第二产业作为判断标准，中国已经或是几乎已经完成了工业化进程。

度很难跟改革开放前 30 年逾两位数的增速相比……

终于，我们意识到过去真的是跑得太快，快到我们根本没有时间去盘点发展中出现的问题。进入 2013 年，中国北方地区长时间被雾霾笼罩；贵为世界第一大汽车市场，但我们的自主品牌所获利润却不到整个行业利润的 5%^①；拥有一批全世界平均年龄可能是最年轻的企业家，却发现他们中的许多甚至是大多数在迅速地世故着，早早失去了“系马高楼旁”的青年锐气；曾经我们是如此渴望改变，而今我们开始害怕洞悉世界的真实面目，早早失去了勇气去担当；作为世界最大的制造业大国，我们的制造业面临着要素成本迅速上升、消费者需求越来越复杂、一些关键核心技术严重缺失等一系列挑战，急需升级换代；大量的企业迫切需要进入价值链的高端，却发现因原创研发不足、底层技术积淀不足等原因，在挑战面前一筹莫展……我们深刻地认识到像过去那样疯狂投资、疯狂积累财富的状态已经难以为继，我们需要认真审视自己发展中出现的一系列结构性问题。

政策制定者和企业高管都认识到中国亟须转变经济增长模式，需要从投资拉动转向消费和效率驱动，实现高质量发展。正在进行的经济转型给中国的领军企业们带来了诸多挑战。过去高速增长所掩饰的结构性问题如今日渐凸显。过去 40 年的巨额投资造就了许多巨型企业，其中一些不幸已经成为“僵尸企业”，负债累累，无法实现合理的投资资本收益率。2017 年进入《财富》全球 500 强的中国企业有 109 家，但其中 11 家却出现了净亏损。数量不菲的“巨无霸”们开始出现偿债危机——曾经的全球 500 强企业渤海钢铁集团 2016 年起多次无法履行其债务约定，开始债务重组。一个问题被反复问及，“中国有真正的伟

① 参见本书第二章关于中国汽车行业的讨论。

大企业吗？”

彼得·德鲁克曾把企业称为“小型共和国”^①。这些小型共和国是一国经济的微观基础。只有微观基础展现出强大的价值创造能力，整体经济才能够健康持续地增长。用一个简单的方程式来解释中国经济的转型过程： $\text{增长率} = \text{投资率} \times \text{投资资本收益率}$ 。投资率和投资资本收益率都能够促进经济增长。但是，中国经济的高质量发展要求我们降低投资率，提高投资资本收益率（Return on Invested Capital，简称 ROIC）。唯有这样，中国经济才能实现从数量增长（Quantity Growth）向质量增长（Quality Growth）的转型。提升投资资本收益率，是新时代中国经济转型成功的关键。对于中国经济的微观基础——中国企业而言，意味着它们需要把战略和经营侧重从对“大”和“规模”的追求转向对“伟大”的追求。从“大”到“伟大”，在中国崛起一批伟大企业，是中国企业必须马上展开的破晓之旅！

作为一名经济学家，我试图寻找一个理论框架来理解中国经济的现实。对我而言，答案是极其简单而直接的——中国需要打造一大批能够长时间保持高水平投资资本收益率的伟大企业。唯此，我们才能重塑中国经济的微观基础，实现高质量发展。当然，这个答案立刻又引出了许多尚未解答的问题，例如：为什么中国拥有一批“大”企业，却几乎没有“伟大”的企业？哪些外部或内部的因素制约了中国“伟大”企业的崛起？中国企业要真正走向“伟大”需要遵循什么原则？中国的伟大企业更可能从哪些行业涌现？现在的候选企业是谁？如此等等，不一而足。

① 引自 John Micklethwait and Adrian Wooldridge, *The Company: A Short History of An Evolutionary Idea*, 2003。

我将在本书中回答这些问题。

中国大企业的崛起

中国大企业的崛起始于 20 世纪 90 年代中期。在 20 年的时间里，进入《财富》全球 500 强的中国大陆和中国香港企业的数量从 1996 年的两家猛增至 2017 年的 109 家。如果算上中国台湾的企业，这个数字在 2017 年已经达到 115 家^①。毫无疑问，中国改革开放期间所取得的成就的确令人惊叹！中国上榜的《财富》全球 500 强的企业具备如下特征：

首先，2017 年进入《财富》全球 500 强的 109 家企业中，超过 80% 是地方国企或央企，主要集中在提供资金、能源、原材料等生产要素的行业。以榜单上的中国前 10 大企业（按排名顺序选出）为例，它们的营收都在 1000 亿美元以上。这 10 家企业中，除了排名第五（全球排名第 24）的中国建筑和排名第九（全球排名第 41）的上汽集团外，其余 8 家企业，包括排名前三名的国家电网、中石化和中石油（分居全球第 2、第 3 和第 4），都来自生产要素领域；10 家企业中，除了平安集团，其余 9 家都是央企。中国大企业的这种分布与中国投资拉动增长模式是吻合的。持续 40 年的高投资需要大量的资金、原材料和能源等要素，这些领域里容易出现规模领先的企业。虽然中国经济正在经历从简单的投资拉动向创新和效率驱动的转型，但中国经济的微观基础还没有充分体现出这种转型所带来的变化。

其次，中国上榜企业仍然没有从根本上改变大而不强的状况。中国 109 家上榜企业的平均总资产收益率（ROA）仅为 1.65%，1 块钱的资

① 《财富》杂志根据上一年的总营业收入统计全球规模最大的 500 家企业。2017 年上榜企业的总营收门槛是 216 亿美元，约合人民币 1400 亿元。

产只能产生 1.65 分的税后利润；而美国企业的平均总资产收益率为 4.79%，是中国企业的 2.9 倍。我们上榜企业的资本使用效率确实不高。通过大量的银行信贷和投资形成的资产并没有产生足够的盈利。这在很大程度上与我们投资拉动的粗放式增长模式是匹配的。此外，需要注意的是，109 家上榜企业中有 11 家企业的盈利为负，这显然与世界 500 强的身份极为不符。中国经济的高速增长，并没有催生出大批伟大的企业。

我在本书第一章探讨了中国企业快速崛起背后的推动力量，包括投资拉动的增长模式、有利于中国企业成长的政府政策和外部环境等。中国经济的扩张一直以来依靠的是固定资产投资。中国快速的经济增长对资源和资金等要素的需求极其旺盛，而这些要素领域仍然为国家所垄断。这两点结合起来导致了资源行业和金融服务行业中巨型国有企业的出现。

20 世纪 90 年代，中国改革的重点开始转向城市。为了提升国有企业的经营效率，中国政府采取了所谓“抓大放小”的改革战略，通过合并、收购、剥离甚至直接关闭等方式推动了国有企业的兼并重组，催生了一批大型国有企业的出现。如今，国资委直接控制的国有企业虽然已经不到 100 家，但其中 49 家进入了《财富》全球 500 强榜单。

另一个重要的因素就是 2001 年中国加入世界贸易组织（WTO）。21 世纪的前 10 年，得益于“入世”后的低关税，出口的年增长率在大部分年份都维持在 20% 以上，出口对 GDP 的占比也一度超过了 30%。全球贸易自由化促进了中国经济和中国企业的发展。强劲的出口带回了大量的外汇储备，最高峰时曾突破 4 万亿美元。这也使得中国企业能够积极地跨境收购海外标的。比如位于浙江的民营汽车制造商吉利就于