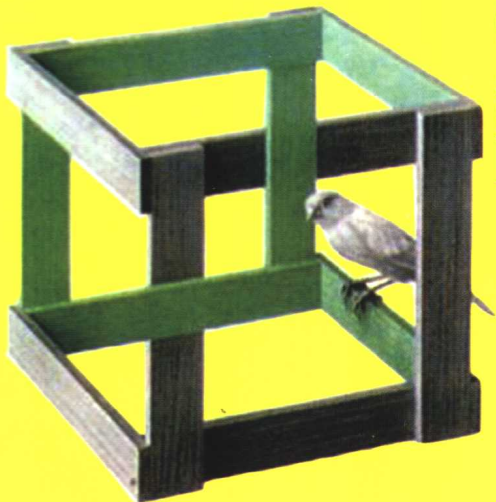


CAPITAL LOGIC
AND
CORPORATE
RESTRUCTURING



CAPITAL LOGIC AND CORPORATE RESTRUCTURING

与
**资本逻辑
企业重塑**

中国改革的经济学思考

李山 著

清华大学出版社



与 资本逻辑 企业重塑

中国改革的经济学思考

李山 著

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

本书运用现代经济学的理论和方法,结合中国当前的实际情况,对近年来中国经济改革和发展过程中的一些重大现实问题进行了深入浅出的分析,并得出了具有前瞻性的结论。本书内容广泛,涉及资本市场与银行改革,金融开放与国际金融危机,国企兼并重组与破产,反腐倡廉与人事制度,宏观经济增长与调控,新经济与留学生回国创业等多方面的论题。作者凭借良好的经济学理论素养和参与国内外金融工作实践的切身体会,紧密围绕完善公司治理结构的目标,遵循企业重组必须服从于资本回报最大化的市场经济逻辑,从中国国情出发,简明扼要地提出了具有可操作性的政策建议。

本书适合高校经济管理专业的师生、政府管理人员、金融从业人员和研究人员阅读。

版权所有,翻印必究。

本书封面贴有清华大学出版社激光防伪标签,无标签者不得销售。

图书在版编目(CIP)数据

资本逻辑与企业重塑——中国改革的经济学思考/李山著. —北京:清华大学出版社,2003

ISBN 7-302-07233-7

I. 资… II. 李… III. 经济体制改革—研究—中国 IV. F121

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 082575 号

出 版 者:清华大学出版社

地 址:北京清华大学学研大厦

<http://www.tup.com.cn>

邮 编:100084

社 总 机:010-62770175

客 户 服 务:010-62776969

责任编辑:于 明

版式设计:刘祎淼

印 刷 者:北京鑫丰华彩印有限公司

装 订 者:三河市兴旺装订有限公司

发 行 者:新华书店总店北京发行所

开 本:155×230 印张:14.75 插页:2 字数:177千字

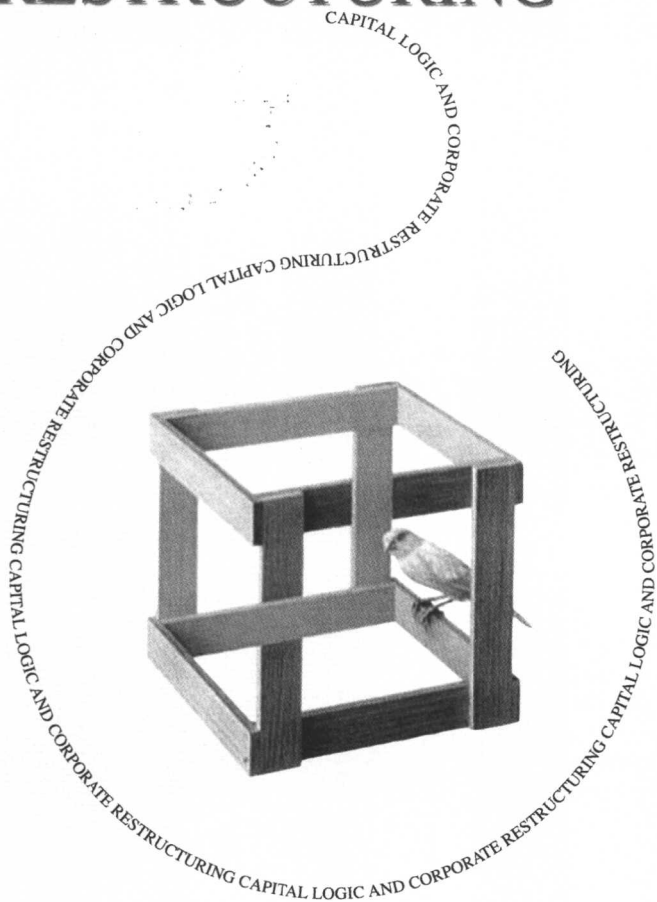
版 次:2003年12月第1版 2003年12月第1次印刷

书 号:ISBN 7-302-07233-7/F·622

印 数:1~5000

定 价:28.00元

CAPITAL LOGIC AND CORPORATE RESTRUCTURING



序言

资本逻辑

与
企业重塑

李山君是一位在麻省理工学院(MIT)受过严格现代经济学训练、师从名师奥利维·哈特(Oliver Hart)学成的投资银行家,1998年回国服务,现任中银国际首席执行官。这本书辑录了他论述中国经济问题的20篇文章。作为一名具有良好经济学素养的留学生,他始终关注中国的现实经济问题,并不时地对一些重要问题做出经济学的分析,提出自己的政策建议,其中许多思想很有独到之处。这一方面表明他的经济学功力,另一方面也体现了他的爱国心和使命感。因此,这本书很值得我国企业家、经济学家和经济工作者一读。

我为李山君的著作作序,这已经是第二次。上一次是1997年为他和李稻葵教授合著的《中国经济时事评析》^①写了一篇题为“用规范的经济学语言和科学手段分析现实经济问题”的序言。在那篇序言里,我讲过为什么乐意向读者推荐李山著作的原因:经过十多年的改革开放,市场经济体制正在中国逐步形成。这种变化迫切地要求人们掌握有关市场经济运作机理的知识。然而,中国在历史上从来没有建立过发达的市场制度——即使19世纪后期才开始的市场发育,也在20世纪50年代中断——以致整整一代人除了苏联政治经济学对市场经济所作的

^① 李山,李稻葵. 中国经济时事评析. 北京: 中国社会科学出版社,1998

漫画式描述以外,几乎不知道它是何物。改革开放打开了对市场经济的禁区,可是直到最近,大量经济学作品也只能说是对社会主义条件下运用市场力量是否具有正当性的意识形态论辩,还算不上真正的经济学分析。20世纪80年代中期中国开始有了针对市场制度的经济学研究,但由于对现代经济学所知不多不深或对于规范的市场经济运作实际的了解不够,也有相当一部分研究流于想当然。市场制度在经历数百年的发展以后,已经成为一架极其复杂却十分精巧的配置经济资源的大机器。我们在工作中常常痛切地感到,要适应和驾驭新的形势,仅有对现代经济学的皮毛的了解是不够用的,更不用说那些徒有经济分析之名的似是而非的“说法”了。它们只能起误导作用,而不会对正确地理解问题和处理问题有多少帮助。在这种情况下,吸引更多像本书的作者那样受过严格的现代经济学训练,又长期在规范的市场环境下从事教学工作或实际操作的经济学家参加对中国经济问题的研讨,从他们那里汲取营养,就是一件非常重要的事情了。

从那时到现在,5年已经过去了,国内专家对市场经济的了解无疑有了长足的进步。然而我觉得上面这些话仍然没有完全过时,这是因为,目前我国已经进入全面建设现代市场经济制度的新时期,我们所需处理的问题的复杂性远非改革初期乃至五年十年以前所可以比拟的。在这种情况下,受过严格现代经济学训练、熟悉现代市场经济运作,又热忱地愿为祖国和人民服务的经济学家,无疑是一笔十分宝贵的财富。中国的经济转轨和经济发展需要从海外学成归国的学子和国内培养的人才互相取长补短,共同努力,为建设一个富强、民主和文明的中国而奋斗。

我们面前的这本新书和前一本相比较,在理论和实际两方面都有提高。在理论方面,由于收入了好几篇理论经济学的著作,使作者进行实际问题分析时所依据的基础理论和使用的分析框架更为明晰和扎实。在实际方面,由于作者1998年回国工

作,经历了国企改革和资本市场的风风雨雨,对于中国经济体制和中国经济发展中的深层问题和如何解决复杂矛盾,有了更深切的体会。

我在《中国经济时事评析》序言里还指出,书中收入的文章主题多样,我认为这些文章都很值得一读,并不是因为它们的所有具体结论都百分之百地正确,而是因为这些文章力求符合经济学的规范要求。这个评论,对于眼前这本书也是适用的。经济科学在它几百年的发展中已经确立起一套学术规范。按照这种规范的要求写作的文章,至少有两方面的好处:第一,它们不是靠杜撰经济学含义不明的概念和使用哗众取宠的语言给人以似是而非的满足,而是运用规范的经济学语言和可靠的分析手段进行实事求是的分析,做出自己的判断。第二,它们不是从某个社会集团的狭窄经济利益出发,鼓吹实行偏畸的政策,不顾长远的和全局性的后果,而是从经济发展的客观规律出发来讨论问题,提出利国利民的政策建议。由于有这样的特点,它们不但能够在经济问题的剖析上给人以启发,而且具有匡正经济学学风的意义。

基于以上的理由,我热忱地向我国读者推荐李山君的这本新书。

吴敬琏

2002年3月21日

自序

资本逻辑

与

企业重塑

经济学与经济学家

这次，我把离开麻省理工学院(MIT)以来自以为较好的文章都收录到了一起，可以说是我从事经济研究的一个小结，同时我也想通过这些东西来展示我所理解的真正的经济学。书稿的内容相当庞杂，既有经济评论和政策分析，也有严肃正规的学术论文。其中关于企业兼并和破产的几篇文章已经发表在主流的英文经济学期刊上，收录进来一方面是因为内容与本书的主题相关，另一方面则是想作为规范的经济学研究论文的一些样本，供国内学经济的学生参考。

不过在纳入本书时，我已经把原文的一些数学证明删掉了。我有些担心，一些学生可能以为数学是理解现代经济学的根本而迷失在技巧性的细枝末节上，忘记了去理解真正重要的东西，即理论所体现出来的经济思想及其立论的前提。当然，数学是个很强大的工具。人的直觉能到达的深度和广度毕竟有限，借助数学则可以把很多你想不到的东西推导出来，使你的思维更加严谨深刻。

学习经济学理论、研究中国的经济问题，我觉得首先应该学好微观经济学。微观经济学从个人效用最大化的假设出发，用均衡分析的方法来构建各种各样的理论。这样的分析框架既可以用来分析发达的市场经济，也可以用来分析欠发达的经济制度。而宏观经济学至今为止仍基本局限于对发达的西方(美国)

经济中的一些运行规律的研究,其微观基础仍很薄弱,其理论前提与中国经济现实仍相距甚远。所以你用宏观经济学的理论去套中国经济就并不合适。这时你作分析可以凭借的就是对经济结构和人性的理解,从这些最基本的元素出发去推导出自己的结论。所以要做一个好的经济学家,在中国目前的情况下,打下一个微观经济学的基础是极其重要的。

我的导师是现任哈佛大学经济系主任奥利维·哈特教授。我在 MIT 读书时去找他,想做他的研究助理赚点生活费。他就让我读他的文章,然后每个星期去见他一次,指出他的文章中的问题。我当时觉得真是不可思议!他是世界上最权威的理论经济学家之一,文章都发表在最顶尖的杂志上,我们当经典理论来念的,怎么能够有问题呢?但他又非要我“鸡蛋里面挑骨头”不可,于是我也就只好硬着头皮上了。刚开始,很多情况下他都会说其实他没有错,是我理解错了。不过这样一段时间下来,我也就开始真正读明白他的东西了。再进一步的时候,我就真的发现他的文章也有可以改进的地方。

这时我就慢慢学会了带着批判精神去看问题。后来我自己做关于企业兼并问题的博士论文,在 MIT 的图书馆里整整泡了一年多的时间来想原有理论的缺陷。在这个领域有两个得到诺贝尔经济学奖的理论:一个是讲企业资本结构的 M—M 理论,它在企业边界给定的前提下讨论它的最佳资本结构,即债务与股本的最佳比例;另一个是科斯(Ronald Coase)教授的企业最佳边界理论。他讨论的是究竟应当把两个企业合在一起还是应当把它们分开。科斯研究的企业是没有资本结构的,或者更准确地说是没有债务。这两个理论其实都不完整,你不可能只考虑企业边界而不顾及资本结构,企业的最佳边界与最佳资本结构之间应当有一种对应关系。在实际经济活动中,当企业进行兼并收购(边界变化)的时候,往往通过发行股票或债券等融资安排来完成交易,这时它的资本结构就会发生变化。

我于是觉得关于企业问题的这两大理论应当是有联系的，但这种联系当时在任何文献里都找不到。于是，我就在这两大理论之间搭了一座桥梁，第一次把它们连在了一起。后来我与M—M理论的作者之一，诺贝尔经济学奖得主墨顿·米勒(Merton Miller)教授共进晚餐，告诉他我写了一篇与他的理论有关的论文。他的回答很有意思。他说你究竟写什么了？如果你同意我的观点，那就一点意思也没有，因为该说的我都说过了；如果你不同意我的观点，那你就一定是错误的。我说我既不是同意你的观点，也不是不同意你的观点，而是在你的理论基础之上发展出了新的理论。说完我们都笑了。

由此而推出的一些结论，还可以很好地解释战后美国出现的企业兼并重组浪潮中的一些现象，并有助于澄清关于企业多元化与专业化的争议。有些美国第一流的学者，比如像哈佛大学商学院专门做公司战略研究的迈克尔·波特(Michael Porter)教授和经济学克拉克奖得主安德鲁·施莱弗(Andrei Schleifer)教授都主张应该搞专业化，而不应当搞多元化。我觉得他们的讲法既不符合跨国的情况，也不符合美国本身的历史。我对他们的片面性作了补充。相关论文后来发表在美国最权威的金融理论刊物《金融》杂志(Journal of Finance)上，译文也收入了本书。

经济学理论的专业训练尤其是批判精神，在学术研究中是非常重要的。例如有些搞经济分析的人喜欢用复杂的数学模型预测中国的经济前景，特别喜欢套用多元回归的方法作预测。其实，回归分析是有前提条件的，即尽管观察到的数据会不断变化，但它们的分布是稳定的(stationary)，并不随着时间的变化而变化。经济数据是对经济活动的一个记录，它的分布要稳定，经济活动本身就要相对稳定，一个必要条件就是经济运行的环境大致不变。而中国正在进行历史性的变革，在这种情况下产生的经济数据一定不符合稳定分布这个统计学上的前提条件，

所以用简单的回归分析方法来预测一定是不准确的。这说明计量经济学的方法是不能滥用的。

经济学不像数学一样可以得出一个精密的结论。正因为如此,你要明白某一结论的假设条件,否则就会是公说公有理、婆说婆有理。所有的假设条件都应当是对现实经济现象的一个合理的抽象。有人说10个经济学家有10种观点。很可能有9个经济学家是很糟糕的,也可能有8个人是很糟糕的,另外两个聪明人还是有不同的看法。像芝加哥学派和以MIT与哈佛为代表的凯恩斯学派的观点就不一样。但是你会发觉他们的区别主要在于出发点不一样,有些争论甚至上升到了哲学的高度。比如说,“大政府”好还是“小政府”好?又比如说关于合同理论的争论,为什么合同不可能是完整的?你会发现,在这个阶段就不是简单的对与错问题了。

依我看来,芝加哥学派的理论特别美,这是一种智慧与逻辑之美,这个学派得诺贝尔奖的人也特别多;而MIT所在的麻省剑桥这边得诺贝尔奖的人就要相对少一些,但是那里的研究更强调经世致用。克林顿政府经济智囊班子的主要成员几乎都是MIT的毕业生。

MIT的理论属于凯恩斯学派,这个学派强调政府和机构的必要作用;芝加哥学派则强调自由选择,是一种很理想的状态。但现实中有很多的摩擦,凯恩斯学派关心的是怎么去减小这种摩擦,去获得“次优解”(second-best solution)。

经济学前沿理论中,关于公司治理的理论在中国应该是最广为人知的了。公司治理(corporate governance)不过是讲管理者和投资者之间的关系,把两者间的利益结构明确为一种合同关系,一种激励和约束的机制,就这么简单的一种东西。今天已经把它弄得过于宽泛,把很多经营管理问题也装进公司治理这个筐里来,甚至变成搞经济的一句政治口号了。

据说公司治理这个经济学术语最早是由吴敬琏老师翻译介

绍到国内来的。1997—1999年这段时间我也写了一些文章谈论这个话题，基本都收录在这本书里。研究这个问题很重要，因为它说到了中国企业改革的本质，几乎所有的问题都可以由此出发得到解释。对公司治理问题的分析，主要是基于信息经济学的诸多理论，比如合同理论、厂商理论等。这些理论在今后一段时期内用来观察和分析中国经济现象特别有用，因为现在是中国市场经济制度建设的关键时期，而经济学关于制度(institution)问题的研究是建立在信息经济学的基础之上的。中国越向市场经济发展，经济学的魅力就会越强。经济学确实可以说明中国发展市场经济过程中的一些大道理。

从本质上讲，经济学是对市场运作的内外部条件和机理进行分析和界定的一门学科，而市场活动的主体和基本单元是企业，它们主要是在资本意志的支配下进行经济活动，由此组成了复杂的、彼此依存的市场群落，就像是大量的细胞组成了一个活生生的人体一样，你也可以把它比作一个生态系统。至于政府，则是站在市场之外为它的稳定运作提供一个基础框架，比如法制环境、社会服务体系、引导性的经济政策等，以防止市场运作机制出现崩溃。如果它的运作秩序出现问题，则通过一定的政策手段进行微调。这是西方市场经济国家经过数十年甚至上百年的摸索形成的一种比较完善和平衡的经济运作模式。

不过今天它还和我们国内的情况有较大的距离，因为在我们的经济生活中还没有形成一种清晰有效的市场规则，各种利益主体往往是相互交叉缠绕、颠三倒四。最重要的一点就是政府职能错位，使整个市场的游戏规则变得一片混沌。现在应该开始逐渐清晰地界定各类主体的活动边界，桥归桥、路归路，这样才能使我们整个经济运行真正顺畅起来。

这不是一朝一夕就可竟全功的事情，需要一个较长的过程。但我想，目前至少应该从观念上帮人们理清思路，那就是明确资本权力而非行政权力在市场活动中的中心地位。行政是为市场

服务的，政府是为企业服务的，作为资本所有者的股东的权益必须受到高度的尊重和法律的保护。没有股东价值的最大化，也就不可能真正出现具有很高市场价值的企业。没有一大批强大而活跃的企业，整个国家的经济其实就是虚的。我们可以从国内外的经济生活中看到这个因果链条正反两方面的例证。

国内现在很多企业尤其是国企为什么总是搞不好？因为我们有很多人老是有意无意地忽视了它的关键性目标，那就是遵循资本逻辑，让企业运作服从于资本的意志，服从于资本背后的股东权益。

市场因何而存在？为交换而存在。人们为满足各自的需要必须进行利益交换，交换就产生了市场，交换的前提是各为其利。而资本则集中体现了人们的种种经济利益，并把它们抽象和标准化了。可见，要搞市场经济首先就要遵循资本的逻辑。企业代表资本参与市场分工和交换，应当是实现资本利益最大化的载体。因此，国企改革的根本方向应当是按照资本的逻辑对国有企业进行重塑。

这个道理，或许不少人在口头上也都能够说一说，但真正领会了市场化企业的真精神，能够并勇于运用于企业经营实践的人其实并不多，不然我们的很多企业就不会像目前这样亏损了。现在我们最需要做的事情就是进行一轮大规模的企业重组，但这轮企业重组活动的导演不应该是政府，而应该是资本市场。

我们国家几十年建设所创造的财富已经作为各种资产形式凝固在那里了，这些资产如果不进入市场流动起来，并按照资本的逻辑进行重组，只会一年年快速折旧贬值，甚至化为乌有。但如果由政府来推动资产的流动和重组只会带来更多的问题：政府不可能掌握足够的信息，它来主导资产的转移只会造成更大的浪费，同时极容易滋生腐败。在这方面，我相信资本市场应该比政府更有效率。政府最应该做的，不是介入具体的交易过程，而是为交易确立一个规范透明的法制框架，帮助建立和维护良

好合理的市场秩序。

言归正传。我认为,在中国目前的情况下,做一名优秀的经济学家有几个必要条件:第一,要有良好的经济学素养,真正懂得经济学的理论和方法;第二,对中国具体的情况也应当非常了解,有一种本质性的洞察,这样才能把中国的情况做一个抽象,进行理论的假设、归纳和分析;第三,应该具备道德勇气,包括学术上的批判精神,以及在提供专业意见时的客观态度。要能够不屈服于权威、不屈服于领导、不屈服于主流的观点,敢讲真话。我觉得这就是经济学家最大的道德。

作为一个经济学家,在中国目前的情况下,一定要有社会的情怀。我在美国选择专业的时候,本来也可以像一些同学那样选择用数学模型搞纯理论研究。参加留美资格考试时,我的数学成绩在清华考生中名列第一,在 MIT 我还负责教经济系博士研究生的数学辅导课,做数学模型对我来说相对是比较容易的事情,而且这些东西研究起来确实很美,对经济学理论也很重要。但我总觉得,在中国目前的情况下,这样的纯学术研究未免太奢侈了,对于我们的国家和社会民生并没有什么直接的影响。我在自己的办公室里挂了个横幅,是我请一位令人尊敬的长者写的“经世济民”四个字,就是为了提醒自己时时注意保持经济学家对民生的关怀。收录在这本书里的文章,其实也是我这些年来用专业方式表达出来的这种社会情怀。我们这一代人无论身在何处,其实在精神上都无法走出这种家国梦想。

也许 10 年、20 年之后,经济改革彻底成功了,中国经济没有今天这么多改革与发展的大问题了,我们需要在纯学术上来发展的时候,中国搞经济研究的人就可以像今天的许多美国经济学家一样呆在象牙塔里推敲理论。从学术上的贡献看,他们的成就一定会比我们现在做的事情伟大得多,完全可能会获得诺贝尔经济学奖。但是基于中国现在的需要,我觉得我们这一代经济学家应该做一些更“庸俗”的事情。正如当年造原子弹比

获诺贝尔物理学奖对中国更重要一样。

如果要做纯粹的经济学家，那就不应该来投资银行工作。但是我想，中国的经济改革这么宏大，我怎么能坐而论道、置身事外？其实今天在辑录出版这本书稿的时候，我就意识到自己已经失去成为一流经济学家的机会了。从 MIT 毕业的时候，至少我对自己研究的领域的前沿理论是很了解的。现在 8 年过去，在理论上我已经落伍了。等我把投资银行这些事情做完之后，再想回来做一名经济学家，也许就彻底落伍了。我的导师曾对我说，我应该重新回到学校学一些新东西。我也非常希望有这样的机会，但的确没有这样大块的时间。

做每一件事情都是有成本的。如果按照个人的兴趣，我更愿意做一个经济学家，但我觉得我现在做的事情中国非常需要，而且正因为我受过经济学的严格训练，我有可能把它做得更好。经济学实际上给了我一个工具去努力做经世济民的事情。中国将来一定会出现一些很伟大的经济学家，我会为他们高兴，甚至可能会很羡慕他们。但我希望那时可以无愧地说：我已将自己所学的经济学理论运用于中国市场经济的建设和发展，在中国经济学家的成功之途上我充当了一块小小的铺路石子。

李 山

2002 年春节于香港



李山 1963年出生于四川威远县，现任中银国际控股有限公司总裁，国家开发银行顾问，清华大学中国经济研究中心高级研究员。曾获美国麻省理工学院经济学博士学位（1993）、加利福尼亚大学经济学硕士学位（1988）、清华大学经济管理学院管理信息系统学士学位（1986）。曾先后担任瑞士信贷第一波士顿银行(CS First Boston)外汇衍生产品交易经理，美国高盛投资银行(Goldman Sachs)纽约总部国际经济学家、亚洲研究部和投资银行部执行董事、欧洲并购部执行董事，国家开发银行投资银行筹备领导小组副组长，美国雷曼兄弟公司(Lehman Brothers)中国业务董事总经理。

自1994年以来，李山博士以其对中国经济政策的准确分析引起国内外金融界的广泛注意。他曾在《华尔街日报》、香港《南华早报》、美国《商业周刊》、《新闻周刊》、《时代》杂志、《远东经济评论》、中央电视台(CCTV)、美国CNBC电视台等权威媒体评论中国经济形势，并应邀到剑桥大学、哈佛大学、麻省理工学院、瑞士“世界经济论坛”等学术机构和国际会议发表讲演。李山博士曾在国际一流学术刊物发表专业论文，出版《中国经济时事评析》一书。李山博士曾入选“2002年度中国十大金融风云人物”。

责任编辑：于明
封面设计：李尘工作室

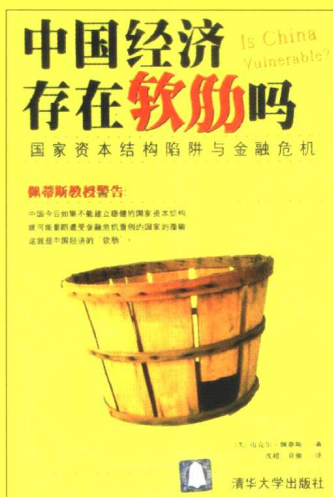
资本逻辑与企业重塑

中国改革的经济学思考

这次，我把离开麻省理工学院（MIT）以来自以为较好的文章都收录到了一起，可以说是我从事经济研究的一个小结，同时我也想通过这些东西来展示我所理解的真正的经济学。书稿的内容相当庞杂，既有经济评论和政策分析，也有严肃正规的学术论文。其中关于企业兼并和破产的几篇文章已经发表在主流的英文经济学期刊上，收录进来一方面是因为内容与本书的主题相关，另一方面则是想作为规范的经济学研究论文的一些样本，供国内学经济的学生参考。

——摘自李山自序《经济学与经济学家》

延伸阅读



《中国经济存在软肋吗——国家资本结构陷阱与金融危机》通过分析近200年的国际金融危机发展史，揭示出造成金融危机的重要原因在于国家资本结构设计不合理。该书运用国家资本结构模型对中国金融体系进行了解析，针对如何控制中国的金融风险问题，提出了新的思路和对策。