

河南省哲学社会科学
“十五”规划项目

企业重组与资本市场的发展

(项目批号: 2001DJJ005)

项目负责人: 何立胜 教 授

课题组成员: 管仁勤 苏晓红

郜 翔 孙中叶

万正晓 李变花

河 南 师 范 大 学

完成日期: 二〇〇三年五月

目 录

摘 要	1
第一章 企业重组与资本市场的一般理论	3
第一节 企业重组与资本市场的一般分析	3
第二节 马克思主义经典作家关于企业重组与资本市场的理论阐述	8
第三节 西方学者关于企业重组与资本市场的理论阐述	14
第二章 企业重组与资本市场的相关关系研究	20
第一节 西方企业并购的历史考察	20
第二节 西方企业并购对我国的启示	28
第三节 资本市场与企业重组互动发展	31
第三章 我国企业重组与资本市场的实证分析	36
第一节 我国企业重组的实证分析	36
第二节 我国资本市场的实证分析	45
第四章 企业重组与资本市场发展的对策研究	53
第一节 企业重组的制度建设	53
第二节 完善我国公司并购市场的原则和基本对策	58
第三节 积极发展规范的资本市场	64
第四节 培育发展产权交易市场	67
参考文献	74

摘 要

企业重组作为一种企业经营行为，是市场经济条件下社会化大生产发展的必然产物。企业重组与产业结构调整密切相关，它伴随着产业结构的调整而出现，为产业结构调整提供了快捷稳定的方式。企业重组实现了资产规模的迅速扩张和增殖，推动了资源在全社会范围内的优化配置，使产业结构调整得以顺利实现。同时，企业重组也影响着市场结构。企业重组，尤其是大型企业的重组影响整个行业的产业组织，导致市场结构的变化。企业并购促进了寡头垄断市场结构的形成和发展。从适度竞争角度分析，企业并购对市场结构具有优化意义。

1. (企业重组是一种产权交易过程，其本身也是一种资本运动。这种运动的完成必须借助于资本市场，发达的资本市场是企业重组高效率的必要条件。资本市场与企业重组的关系，也就是虚拟资本与现实资本的关系。(二者的本质区别在于) 资本市场仅仅是虚拟资本的流通，而企业重组是一种将生产资源从一个企业转入另一个企业的现实资本运动，它是资产存量调整和资源配置优化组合的经济机制，在实际运动中，资本市场与企业重组又是相互联系的。)

就目前来看，我国的企业重组和资本市场还都面临着诸多的问题。企业重组无法担负起调整产业结构和产业组织结构的双重任务；资本市场也不能有效地推动企业重组的开展。因此，企业重组和资本市场的发展以及它们之间的相关关系便成为亟待解决的难题。本课题以辩证唯物主义和历史唯物主义为指导，运用马克思主义经济学的原理与方法，采用规范分析和实证分析相结合、历史与逻辑相统一的方法来研究企业重组与资本市场发展的关系。通过分析，揭示二者之间复杂的相关关系，进而推动资本市场的发展，并以此为依托进行企业重组，促进我国产业结构和产业组织结构的合理化，这正是本课题的意义所在。

资本集中在某种意义上说就是企业重组的雏形。马克思在《资本论》中从概念、原因、机制、趋势等方面系统地论述了资本集中的理论，并揭示出资本集中与股票市场、信用制度的发展相关联，这为我们分析企业重组与资本市场的相关关系奠定了理论基础和提供了科学的分析方法。

④ 本课题的创新之处在于揭示出企业重组与资本市场的发展是一个良性的互动优化过程。资本市场的发展是规范企业重组的重要制度前提，而企业重组也对资本市场的发展起重要的推动作用。资本市场造就了企业重组的主体，为企业重组筹措资金创造了条件，它不仅能有效地提供重组信息，能为优势企业提供低成本的重组机制并对重组主体

进行价值评估奠定基础，而且企业重组依托资本市场有助于获得最佳的配置效率。反过来看，在资本市场的运行结构中不断地产生着企业重组的内在需求和强烈冲动，它推动着资本市场不断创新、发展和趋向成熟，是资本市场稳定发展的动力，从短期看，它使整个市场保持活跃状态；从长期看，它将促进资本市场有效配置经济资源功能的充分发挥。企业重组有利于控制股市投机，但不恰当的企业重组也可能会激化市场的投机情绪，导致股票价格的不正常上涨，危及整个资本市场的长远发展。）

2. ②本课题在对我国企业重组与资本市场发展历史考察的基础上，着重分析了企业重组与资本市场目前面临的主要问题。企业重组的问题主要表现在：产权关系模糊，重组主体的自主性受到限制；公司股权结构不合理；资本市场发育迟缓，企业重组缺乏资金来源；中介机构功能不发达；公司并购支付方式单一，违规操作严重；法律、法规尚不完善；企业重组的配套措施还不健全等等。而资本市场的问题主要表现在两方面：一是资本市场发育不良；二是市场秩序混乱。）

③最后，本课题根据中国转轨时期的特殊国情，提出了企业重组与资本市场的发展对策。1.企业重组的顺利进行需要有一个良好的制度基础，这一制度基础主要包括一个健全的市场和市场体系、明晰的产权制度、完善的法律规范和政府的适度干预等方面，它们相互依赖，互动发展，共同组成企业重组不可或缺的制度条件。2.企业重组是市场经济发育到一定程度的产物，是市场经济中资本集中的必然结果，理所当然要遵循市场经济的各种运作规律，必须以“市场化、规范化、法制化、国际化”为准则。完善企业重组的具体对策包括：明晰产权，调整股权结构，实行股权分散，建立现代企业制度；发展多层次证券市场；发展公司并购的中介机构；规范公司并购中的政府行为；完善公司并购的法律环境；完善公司并购的配套措施等。3.积极发展规范的资本市场。资本市场的真正形成和健康发展必须着力于体制驱动和制度创新：第一，通过公有制实现形式创新，建立资本市场的制度基础；第二，逐步实现市场统一，完善资本市场机制；第三，注重平衡发展，实现资本市场结构均衡；第四，完善资本市场监管制度，切实转变监管方式。4.培育发展产权交易市场。产权交易市场的建立和发展，对盘活存量资本，实现资本的优化配置；对产业结构、产品结构、企业组织结构的调整将会起到积极的作用。第一，制定和完善有关的法律法规，健全产权交易市场的内部交易规则和程序；第二，保证产权交易行为的市场化；第三，以产权主体实施产权交易；第四，加快社会保障体系改革的步伐；第五，妥善处理企业间的债权债务关系；第六，健全市场中介组织，加强市场规范管理。）

第一章 企业重组与资本市场的一般理论

第一节 企业重组与资本市场的一般分析

一、企业重组的一般分析

1. 企业重组的内涵

(企业重组 (reorganization) 指的是企业之间通过产权流动、整合带来的企业组织形式的调整, 更具体地说, 它是通过企业联合、合并、兼并、收购、破产等进行的企业组织的再造, 它包括企业组织、财产组织以及资金结构 (债权债务结构) 的变化和优化。市场经济中的企业是实现生产要素组合以形成生产力的载体, 激烈的竞争推动企业不断地进行要素再组合, 变不良的、低效的要素组合为优良、高效的要素组合, 而企业重组就是要素再组合的一种手段和有效途径。企业重组是手段, 要素再组合则是结果, 而资源的优化配置则是最终目的。)

企业重组具有以下几个特点: 第一, 企业重组是在不同企业间对原有、既存的各类资源要素进行重组。企业重组只是改变资源要素在不同企业间的分布, 重组本身不增加社会资源要素总量。由于企业重组是在现有企业之间进行的, 所以它的直接表现形式是甲企业的资源要素流向乙企业; 或乙企业的资源要素流向甲企业。从静态上看, 重组只改变了资源的分布, 并没有增加社会资源总量。但重组绝不是简单的资源相加, 任何企业重组都总是以市场为目标, 为实现一定的目的而进行的。如果两个企业资产的合并, 可以产生规模效应, 优化资产结构, 增强市场竞争实力, 则重组提高了资源要素的利用效率; 如果重组是一个企业占有另一个企业的资源要素, 被占有企业的资源要素原来处于闲置状态, 重组后使资源得以有效利用, 则社会总的有效资源要素增加了。所以, 企业重组就资源要素来说, 是从 $1+1$ 开始, 但其最终目标和结果应该是 $1+1>2$ 。

第二, 企业重组必然引起现有企业存在形式的改变。企业作为一个独立的社会生产单位, 是以占有一定的资源要素, 并保持其相对独立性为其存在条件的。由于企业重组的对象是企业所占有的资源要素, 所以, 资源要素的被重组导致了企业的被重组。由于资源要素的被重组, 企业原有的存在形式和组织状态也要随之发生改变。

第三, 企业重组应按市场经济法则运作。市场经济条件下的企业重组, 与计划经济条件下的行政划拨、隶属关系改变有着本质的区别。在计划经济体制下, 企业实质上不是独立的经济组织, 更谈不上企业的法人财产权, 企业的一切变化都只能听命于政府。

虽然也存在将不同企业的资源要素进行转移调拨,但由于企业自身的性质和地位,决定了这种调拨至多只可以看作是发生在不同核算单位之间的行为,不能构成真正意义上的企业重组。市场经济所要求的企业重组,最本质的特征是产权和资本重组,如果企业组织形式的改变不包含产权关系的改变或以产权为联结纽带,就不能认为是市场经济体制下的企业重组。

企业重组的方式多种多样,如联合重组、并购、破产重组等,但鉴于并购在企业重组中处于极为重要的地位,因此本课题中的企业重组在一般情况下指的就是企业并购。

2. 企业重组的基础

企业重组是市场经济条件下社会化大生产发展的必然产物。它是一种产权交易过程,是企业财产终极所有权的变更,涉及到一系列的权利义务关系的变换,因此,重组双方都必须是明确的财产所有者,从而具备承担其行为能力的资格。企业重组是一种发展和扩大的商品交换,就其本质来讲仍是一种不同主体间的买卖行为。以价值量相等为原则而进行的商品交换关系,在法律上表现为一种债的关系,而所有权是债务关系发生的前提和继而运行的必然结果。产权作为所有权的表现形式,是在社会发展的一定阶段上用来硬化一定的所有制关系,约束人们经济行为,维护与稳定经济秩序的法律工具。阿尔钦认为:“产权是一个社会所强制实施的选择一种经济品的使用的权利。”^[1]德姆塞茨则认为:“产权是一种社会工具。它之所以有意义,就在于它使人们在与别人的交换中形成了合理的预期。产权的一个重要功能就是为实现外部效应的更大程度的‘内部化’提供行动的动力。”^[2]菲吕博腾和配杰威齐在总结了西方产权理论的基础上则得出了这样的结论:“产权不是指人与物的关系,而是指由物的存在及关于它们的使用所引起的人们之间相互认可的行为关系。”^[3]在现代经济中,如果没有明确的产权作基础,那么交换双方的权利就会呈现出不确定状态。在任何情况下,企业重组都必须有一个明确的基础,即企业产权的明晰。

3. 企业重组是企业自组织创新

企业重组能够使要素组合存量得到流动和优化重组,它是一种企业自组织调整现象,属于企业自身的组织创新。按照熊彼特的观点,所谓“创新”,就是“建立一种新的生产函数”,也就是说,把一种从来没有过的关于生产要素和生产条件的“新组合”引入生产体系。“创新理论”给我们的启发思想在于:(1)一切创新活动都是以企业为单位进行的,并且是以个别企业重新组合生产要素为实现形式的。创新能力和创新行为在不同企业中表现出来的不均衡性,是引起生产要素存量重新组合的主要因素。(2)企业并

购或产权转让与合并属于资源存量的重新配置，活动是组织创新，其意义在于通过产权集中实现要素存量的优化重组，即对现有生产要素和生产条件的“新组合”来“建立一种新的生产函数”。当再生产过程由于技术进步、资本积累以及需求变化而成为非均衡资源配置过程时，重新配置存量资源的组织创新就是必然要发生的了。企业并购或转让企业产权的必然性源于重新配置存量资源的必然性。

一方面，从企业产权所有者来说，其转让企业产权的动机，一是使所有权收入最大化，即为了在另一种财产形式上获得更高的产权收益率。而产权向最高收益点的流动则总是能带动货币或实际资源向最高收益点的流动。二是避免继续保留原有的财产形式或产权所可能加大的风险。产权转让市场提供了分散或转移风险的途径。对于企业所有者来说，当企业的利润预期显示悲观的不确定时；或者继续经营，而要冒亏损甚至破产的风险；或者通过转让企业产权来换取资产的流动性，这种转让一旦实现，企业产权的风险亦随之易手。产权转让首先使企业所有者通过将实际资产的产权转化为货币资产的产权而达到了资本保值的目的，或者，至少可以减少资本由于企业亏损而继续贬值的损失。当他们再将货币资本转化为实际资本，在另一种用途上进行旨在使资本增值的投资时，又达到了资本增值的目的。可见，企业并购造成的产权流动形成了一种使所有权在经济上得到充分实现的机制。

另一方面，从企业产权的购买者来说，只有当可支配的货币资本被用来购买企业所能带来的收益比直接投资新建一个企业更大时，或带来同等收益能使投资更小时，他才会购买企业产权。这也意味着产权流向其最高收益点。货币资本与实物资本之间产权等价交换的前提是这种交换对双方都有利。交换的结果是一方将作为要素集合的实物资产转化为货币资产，由此获得了在另外一种用途上重新投资的可能性，而另一方则获得了实物资产，按自己的利益和意志来经营或重新组合要素。产权交易的意义在于，成交的前提是在不减少任何一方的福利或利益的条件下，使双方或至少一方的等量资本能带来更大的收益，而这也正是资源配置的效率得到改善的标准含意，并包含着“帕累托优化”的过程。可见，企业并购属于资源存量的重新配置活动，这种活动本身就包含着通过重新配置资源而使其效率（收益）提高的内在逻辑。

二、资本市场的一般分析

马克思认为：“商品流动是资本的起点。商品生产和发达的商品流通，即贸易，是资本产生的历史前提。世界贸易和世界市场揭开了资本的近代生活史。”^[4]“商品流通的这个最后产物是资本的最初的表现形式。”^[5]资本的增值途径是多种多样的，它离不

开生产领域；但资本的价值，包括资本的增值价值的实现，离不开市场流通，资本只有在市场上才能活跃起来。在这个意义上，可以说资本不进入市场，就不可能有生机；没有资本的市场，就没有资本增值的实现。因此，资本市场的培育和发展，是实现经营的重要环节。

1. 资本市场的概念

资本市场是金融市场的重要组成部分，它是指一年以上的中长期资金交易关系的总和。其作用在于通过迅速提供一种有效地将资金从储蓄者手中转移到投资者手中的市场机制，来实现资本在不断的运动中保值、增值，并以此来促进整个社会资源的优化配置。

资本市场的产生，是为了满足政府部门筹集资金以弥补财政收入不足，或是为了满足其筹集长期资金的需要。√资本市场进行融资的方式一般是发行债券或者出售股票。通过私募或公募发行的债券和股票而筹集到的资金，经常被称为“风险资本”。这时，资金提供者承担风险，资金需求者则必须取得足够的利润来支付红利给股东，或对债权支付利息。

2. 资本市场的基本功能

2.1 筹资功能。筹集资金是资本市场最基本的功能之一，也是资本市场形成和发展的推动力之一。就我国资本市场的形成来看，其主要原因就是国有企业遇到了许多困难，其中资金瓶颈制约尤为突出，而靠国有银行的间接融资已难以满足其资金需求。在这种情况下，资本市场应运而生，通过资本市场来筹集资金以缓解国有企业的资金瓶颈成为最主要、最直接的目的。就规范的资本市场而言，其筹集资金的功能主要表现在以下几个方面：(1)使企业和政府有可能迅速和低成本地为弥补赤字而筹集资金，如发行各类债券。(2)使单个银行联成一体，使每个银行的存款都能成为全国信贷市场资金来源的组成部分，有利于资金的流动与重组。(3)对企业、政府、家庭（个人资金）周期性和季节性的盈余和赤字变化进行调节，均衡各类经济主体财政的周期性波动，特别是在弥补企业流动资金缺口方面发挥着重大作用。(4)使企业和政府可以筹集到长期使用的资金，如企业的技术改造、设备更新、投产项目所需的巨额资金都能通过资本市场筹措到定额资金，政府的一些基础设施建设也可以通过发行长期政府债券，筹集绝大部分的建设资金。

2.2 资源配置功能。在现代社会中，有过两种基本的资源配置方式：即由计划经济性质决定的中央计划配置方式和由市场经济决定的资本市场配置方式。在发达市场经济中，资本市场是长期资金的主要配置形式，并且效率是比较高的。其中的原因有两个：一个原因是资本市场是比较直接配置经济资源的一种方式。√市场经济中，经济资源主要

是通过市场来配置，但不同的市场对于资源配置方式的效果是不一样的。产品市场配置资源具有一定的间接性，通过产品的价格波动来调节各种经济资源在不同企业、不同行业之间配置，一方面会产生一定的时滞，另一方面会因为过剩产品的浪费直接降低资源配置的效率。资本市场则不同，它可以通过资本资产价格的波动而使资本资源直接在不同的企业和行业之间分配。这主要是因为资本这一特殊的生产要素具有组织生产的独特功能。但资本市场中也同样存在着一个效率问题。资本资源有效配置的关键主要是看资本资源价格能否反映其稀缺程度。在一个价格扭曲的市场中，资本往往不能配置到具有更高产出的企业中去，因为过低的资本需求得不到满足。由此可见，一个高效运作的资本市场应有一个完善的市场定价机制，但仅有这一点还不够，还应有较低的交易费用，如果资本交易费用过高，甚至大于投资者预期收益，则交易仍不会发生。

另一个原因在于它降低了资本资源的交易成本。资本交易成本一般包括寻找费用、信息费用和签订投资合同费用。在较为发达的资本市场中，尤其是交易所市场中，为数众多的金融工具的供给和需求者在一起进行竞价交易，从而减少了寻找成本和信息成本，提高了资本资源的配置效率。而在一个有效率的资本市场中，资本资产的价格反映了所能收集到的所有信息。

2.3 风险定价功能。在发达的金融体系中，资本市场一个最基本的功能是风险定价，资本市场也正是在这一功能的基础上来指导增量资本资源的积累与存量资本资源的调整。风险定价具体是指对风险资产的价格确定，它所反映的是资本资产所带来的预期收益与风险之间的一组函数关系，这也是现代资本市场理论的核心问题。在所有的风险资产中，股票是最为基本和重要的。普通股是综合性的资本资产，不仅包括企业一般所拥有的各种不同的有形资产，而且还包括在部分公司所具有的独特技术、人才和信誉等无形资产。因此，股票价格往往与新建立同样企业和现在的企业的有形资产价格不一致。企业在一定的条件下可以通过发行新股票来增加其可利用的金融资源，但企业对新发行股票的实际依赖程度在不同的国家或同一国家不同时期是不大相同的。例如，在美国技术好的企业一般不大发行新股票，新股票市场主要是具有较大投机特征的新企业筹集资金来源的场所。近年来，美国市场的股票发行净增额一直都是负数，因为股票的注销和回购超过新发行股票的总数。但在发展中国家，新增的股票总额往往会为正数，这是因为新兴市场总规模在一定时期内会长期持续地扩张下去。

资本市场的风险定价功能在资本资源的积累和配置过程中，发挥着重要作用。首先，它决定了风险资本的占有条件，只有能够支付得起一定风险报酬的融资者，才能获得资

源的使用权，这点也保障了稀缺的资本资源只流向对其使用效率最高的单位；其次，企业收益的自留和分配，部分地反映了它们对于预期收益和企业风险资本在资本市场中的价格（股票价格）状况的考虑。对于能够获得超过平均利润的企业，往往具有发行新股票的资格和条件，而低于一般平均利润率的企业，则要么将其可用于投资的收益分配出去，以维持其现在的股票价格水平，要么使其股票贬值。

2.4 流动性功能。投资者在资本市场购买了金融工具后，在一定条件下也可以出售所持有的金融工具，这种出售的可能性或便利性，称为资本市场的流动性功能。流动性良好的资本市场中，投资者的积极性就会更高，他们也会愿意持有更多品种的金融工具，并可以依据市场的变化和他们对市场变化的预期调整其投资组合。如果资本市场的流动性不高，投资者就被迫持有金融工具到该工具的到期日，这可能是一个较长的时间段，在这段时间内它不能出售这些工具，这无疑增大了投资者的投资风险。因此，提供流动性功能是风险定价功能的实现形式。流动性的高低，往往成为检验资本市场效率高低的一个重要指标。

2.5 创新产权制度的功能。资本市场既为建立现代企业制度创造了条件，也为其提供内在动力和外部压力。现代企业制度的最根本特征，是产权明晰和产权主体多元化，而产权是以物（包括有形和无形）为载体，以价值形态来表现的。要使产权明晰和多元化，必须首先使之可量化、可衡量、可交易。这就要求作为产权主体的物具有真实价格，而真实价格只有在资本市场上才会形成。

另一方面，当整个经济体制改革进行到一定程度时，企业的投资机制要由行政性向市场性转变。此时，企业只有通过资本市场才能筹措到长期发展所需要的资金。这就推动了企业制度进行相应的变革。例如，企业要从股票市场上筹集资金，就必须是现代企业制度的形式之一——股份有限公司。为此，企业必须按股份有限公司的要求进行组织体制、管理体制等方面的改革。个别和部分企业改革成功后，又会产生示范效应，使更多的企业加入到改革的行列中来，使现代企业制度向全社会扩散。而对那些已经按现代企业制度运作的企业，将会受到股票价格变化、资本流动等多方面的压力，迫使其进一步深化内部改革，搞好生产经营活动。

第二节 马克思主义经典作家关于企业重组与资本市场的理论阐述

一、马克思主义经典作家关于企业重组的理论

在马克思写作《资本论》的年代里，资本主义世界还没有出现过大规模的兼并。但

是，通过对资本主义生产方式产生和发展规律的深入分析，马克思非常敏锐地抓住了资本集中这一重大问题，并且建立了系统的资本集中理论。其实，资本集中在某种意义上就是企业重组，特别是资本主义社会创造了股份制企业以后，不同资本之间的融合，导致了大型企业集团、跨国公司更适应现代化大生产要求的企业组织形式出现。马克思是最早对资本集中理论进行深入分析的理论家，在他之后，其他一些马克思主义理论家，如列宁、希法亭等，进一步研究了资本集中现象，并作出了一些新的理论概括。

1. 马克思关于资本集中的理论

1.1 资本集中的概念

马克思在《资本论》第1卷中提出了积累、积聚和集中三个概念。积累(Accumulation)指的是剩余价值转化为资本。积聚(Concentration)首先是指一定量生产资料和劳动力在单个资本家手中的集结；其次还指个别资本通过积累而增大。集中(Centralisation)则是指个别资本通过现有资本的互相结合而增大。这已不是“和积累等同的积聚。这是已经形成的各资本的积聚”^[6]。集中和积累、积聚一样，也是单个资本增大的一种形式，它们的区别在于：集中仅仅以已经存在的并且执行职能的资本在分配上的变化为前提，它虽然可以使单个资本增大，但不会使社会资本总额增大。集中大大加快了单个资本增大的过程。“假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修铁路的程度，那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是，集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了。”^[7]

1.2 资本集中的原因

促成资本集中的根本原因，就在于资本对于剩余价值和利润的追逐。资本为了追逐更大利润，则或者要扩大生产规模，或者要提高劳动生产率，降低劳动成本，其实，这就是所谓的规模经济。马克思特别强调了分工和规模经济在资本集中过程中的意义。他说：“内部实行分工的工人大军愈庞大，应用机器的规模愈广大，生产费用相对地就愈迅速缩减，劳动就更有效率”^[8]。他接着进一步论述道：“生产方式和生产资料总在不断变更，不断革命化；分工必然要引起进一步的分工；机器的采用必然要引起机器的更广泛的采用；大规模的生产必然要引起更大规模的生产”^[9]。

资本对剩余价值和利润的追求，有绝对剩余价值生产和相对剩余价值生产两种方式，这就要求扩大生产规模，由此引起资本集中。所以，对剩余价值和利润的追逐，是资本集中的最原始的原因。但马克思的分析并不是仅仅停留在这里，他具体分析了提高劳动生产率、降低劳动成本对资本集中所产生的影响。马克思认为，资本集中的更进一步的原因，就在于分工、规模经济以及规模报酬递增。在这里，马克思虽然没有直接使

用“规模经济”和“规模报酬递增”之类的词汇，但其所要表达的思想内涵，却是准确无误的。

1.3 资本集中的机制

马克思认为，资本集中的机制，包括竞争机制、公司制度、信用制度和股票市场制度四个方面。在马克思的资本集中理论中，他关于资本集中机制的论述是最具有直接的指导意义的部分。

马克思明确指出：“……集中或资本吸引资本的规律，不可能在这里加以阐述。简单地提出一些事实就够了。竞争斗争是通过使商品便宜来进行的。在其他条件不变时，商品的便宜取决于劳动生产率而劳动生产率又取决于生产规模。因此，较大的资本战胜较小的资本。其次，我们记得，随着资本主义生产方式的发展，在正常条件下经营某种行业所需要的单个资本的最低限量提高了，……竞争的结果总是许多较小的资本家垮台，他们的一部分转入胜利者手中，一部分归于消灭。”^[10]在这里，马克思强调了商品市场的竞争机制对劳动生产率，从而对生产规模和资本集中的决定作用，同时还特别强调了信用制度对实现资本集中的重要意义。

马克思对股份公司制度的出现给予了极大关注，认为股份资本是对私人资本的扬弃。“本身建立在社会生产方式的基础上并以生产资料和劳动力的社会集中为前提的资本，在这里直接取得了社会资本(即那些直接联合起来的个人的资本)的形式，而与私人资本相对应。这是作为私人财产的资本在资本主义生产方式本身范围内的扬弃”^[11]。所以，资本和劳动力的社会集中既是股份公司产生的前提，同时，股份公司的出现，又为资本集中提供了重要机制，尤其是股份公司和资本市场制度，使得资本的流动和重组成了一件成本低且很方便的事情。

资本主义信用的发展大大加速了资本集中的进程。马克思把竞争和信用称作是“集中的两个最强有力的杠杆”^[12]。他说：除竞争之外，“一种崭新的力量——信用事业，随同资本主义的生产而形成起来。起初，它作为积累的小小的助手不声不响地挤了进来，通过一根根无形的线把那些分散在社会表面上的大大小小的货币资金吸引到单个的或联合的资本家手中；但是很快它就成了竞争斗争中的一个新的可怕的武器；最后，它变成了一个实现资本集中的庞大的社会机构”^[13]。信用所以能大大促进资本集中，首先应归功于信用机构收集社会闲置货币资本和闲散货币资金的能力；其次还因为它通过各种金融机构发行和买卖企业股票债券，促进了股份公司的发展；此外，信用机构由于自身利益的驱使，还会有意识地通过直接干预来加速集中过程。

股票和证券交易所有力地促进了资本的集中，这主要表现在两个方面：一方面，通过发行股票，为建立股份公司提供了巨额货币资本，使个别资本家不容易建立的大企业出现了。另一方面，“交易所正在把所有完全闲置或半闲置的资本动员起来，把它们吸引过去，迅速集中到少数人手中；通过这种办法提供给工业支配的这些资本，导致了工业的振兴”^[14]。马克思对证券交易所的作用给予了很高的评价，“在这里，成功和失败同时导致资本的集中，从而导致最大规模的剥夺。在这里，剥夺已经从直接生产者扩展到中小资本家自身。”^[15]

1.4 资本集中的趋势

马克思正是在研究资本集中的规律或者叫做资本吸引资本的规律的时候，从总体的和长期的角度来论述集中的趋势的。他指出：“虽然集中运动的相对广度和强度在一定程度上由资本主义财富已经达到的数量和经济机构的优越性来决定，但是集中的进展决不取决于社会资本的实际增长量。这正是集中和积累特别不同的地方，因为积聚不过是规模扩大的再生产的另一种表现而已。集中可以通过单纯改变自有资本的分配，通过单纯改变社会资本各组成部分的量的组合来实现。资本所以能在这里，在一个人手中大量增长，是因为它在那里，在许多单个人的手中被夺走了。在一个生产部门中，如果投入的全部资本融合为一个单个资本时，集中便达到了极限。在一个社会里，只有当社会总资本或者合并到惟一的资本家手中，或者合并到惟一的资本家公司手中的时候，集中才算达到极限。”^[16]

2. 列宁关于资本集中与垄断的理论

列宁认为劳力和生产日益集中到大企业的原因就在于企业生产能力的增长带来单位产品生产费用的下降。在因生产能力提高而节约生产费用这一点上，联合过程起了重要作用。“资本主义发展到了最高阶段，有一个极重要的特点，就是所谓联合制，即把不同的工业部门联合在一个企业中，这些部门或者是依次对原料进行加工（如把矿石炼成生铁，把生铁炼成钢，可能还有钢制造各种成品），或者是对另一些部门起辅助作用（如加工下脚料或副产品；生产包装用品等等）。”^[17]

生产和资本集中的过程，反映生产社会化的客观进程，但它所采取的却是对抗性的资本主义形式。列宁在评述集中的结果时写道：“生产的社会化有了巨大的进展。……从前是各个业主自由竞争，他们是分散的，彼此毫不了解，他们进行生产都是为了在情况不明的市场上去销售，现在就完全不同了。”^[18]

生产和资本集中的过程，以及大量劳力和生产向最大企业和公司的集中，是资本主

义经济实现垄断的基础。“生产集中引起垄断，则是资本主义发展现阶段一般的和基本的规律。”^[19]“集中发展一定阶段，可以说，就自然而然地走到垄断。因为几十个大型企业彼此之间容易成立协定；另一方面，正是企业的规模巨大，造成了竞争的困难，产生了垄断的趋势。”^[20]

3. 希法亭^[21]关于资本集中形式与垄断的理论

克服利润率平均化障碍以提高利润率的一种最有效手段是实行企业之间的联合，即实行联合制(Combination)。联合制可以分为两种形式。希法亭指出：“企业可以保持自己形式上的独立，而通过协议实现它们的联合行动，这时我们看到的是‘利益共同体’(Consortium)。但如果各个企业融合为一个新的企业，这就叫做‘合并’(Merger)。”^[22]这两种联合形式的区别，在于企业法定所有权的变更和组织形式上的不同。

如果不以所有权和组织形式为标准而着眼于技术特性，企业联合还可以作下面两种区分。企业联合如果发生在同一生产部门内部，可称之为水平联合(Horizontal Integration)；如果发生在互相衔接的不同生产部门之间，则表现为垂直联合(Vertical Integration)。从另一个角度看，企业联合如果发生在同一产业领域内部，例如工业内部、商业内部、银行业内部等等，则称之为同质联合(Homospheric Combination)；如果发生在不同产业领域之间，则称之为异质联合(Heterospheric Combination)。^[23]

联合制会加强资本集中，直接或间接促进垄断的形成和发展。“纵向联合不论采取利益共同体还是兼并的形式，都不会限制竞争，而只是联合企业同仍然独立的企业之间的竞争力量。另一方面，横向联合即使是局部的也总是会减少竞争，而如果是全面的则会完全消除竞争。”^[24]纵向联合虽然不直接限制竞争，但它能够提高联合企业的利润率并加强它们的竞争能力，从而会间接地促成或加强垄断。

二、马克思恩格斯关于资本市场的理论

1. 马克思关于虚拟资本的基本理论

1.1 关于虚拟资本的产生

马克思认为虚拟资本是信用制度和货币资本化的产物，是商业和银行信用过度膨胀或者信用被使用到惊人的程度的结果。同时，虚拟资本是伴随货币资本化的过程而出现的，是生息资本的派生物。

1.2 关于虚拟资本的科学内涵

马克思在分析资本商品代表可能货币资本的那种特性时指出：“虚拟资本，生息的证券，在它们本身是作为货币资本而在证券交易所内流通的时候，也是如此。”^[25]在这

里，他明确指出了虚拟资本是“生息的证券”，这就科学地揭示了虚拟资本的内涵，即虚拟资本是以各种有价证券的形式存在，并能给持有人定期带来收入的资本。

1.3 关于虚拟资本的固有特性

马克思主要论述了两个方面的固有特性：第一，虚拟资本的投机性。马克思把投机行为称为赌博，指出：“在这种赌博中，小鱼为鲨鱼所吞掉，羊为交易所的狼所吞掉。”^[26]交易所的投机赌徒们不仅利用自有货币资本来参加投机，而且利用银行借入的货币来投机。第二，价格的回归性（即接近于泡沫性）。马克思把虚拟资本价格涨跌称为一个复归原点的运动。他说：“一旦风暴过去，这种证券就会回升到它们以前的水平，除非它们代表的是一个破产的或欺诈性质的企业。”^[27]

1.4 关于虚拟资本与现实资本的关系

虚拟资本与现实资本既有区别又有联系。其区别表现为虚拟资本自身没有价值，是现实资本的“纸制复本”。特别是股票，它的真正的资本已转移到股份公司那里去了，而留在人们手中的股票，既不能退掉，又不能支配现实资本；其联系表现在虚拟资本具有现实资本本质的标志的一面，即具有被视为带来剩余价值的特性。“股票只是对这个资本所实现的剩余价值的相应部分的所有权证书。”^[28]

2. 资本市场的划分

早在《1857—1858 年手稿》中，马克思就对资本市场进行了初步的研究，他把资本市场分为银行借贷市场和有价证券市场。他指出：“市场——它最初在经济学上作为抽象的规定出现——采取总体的形态。首先是货币市场。它包括票据市场；一般的借贷市场；也就是货币经营业，金银条块市场。货币市场也通过银行（例如在银行贴现业务的形式上）表现为货币借贷市场：借贷市场，票据经纪人等等；货币市场还表现为一切有息证券市场：国债券和股票市场”^[29]。由于货币市场具有单一性、同质性和虚拟性特点，所以，与其它大多按照分工分散在各地的市场不同，“货币市场集中在一个主要地方”^[30]。

3. 资本市场的流动性有利于生产要素和资源的合理组合和配置

生产社会化对资源配置的要求不仅仅是资源使用的相对集中，更重要的是资源要素的合理流动。资源要素的流动性，在市场经济条件下是通过各种融资形式进行的。在证券交易所，通过股票交易，大量的资本集中、积聚起来，源源不断地流入工商企业，并调整和改变着资本的分配和组合，使资本按照经济的运动规律，流向经济效益好的企业。正如恩格斯指出的那样：交易所朝着集中的方向改变分配，大大加速资本的积聚，因此

这是像蒸气机那样的革命的因素。交易所正在把所有闲置和半闲置的资本动员起来，把它们吸引过去，迅速集中到少数人手中，通过种办法提供给工业支配的这些资本，导致了工业的振兴。

4. 资本市场或货币市场是以信用制度为基础的

信用制度是资本主义的私人企业逐渐转化为资本主义的股份公司的主要基础，如果没有从资本主义生产方式中产生的信用制度，股份制企业就不可能发展起来。“虚拟资本，生息的证券……它们的价格还会由于信用的普遍缺乏而下降。这种缺乏强使证券所有者在市场上大量抛售这种证券，以便获得货币。最后，股票的价格也下降，部分是由于股票有要求的收入减少了，部分是由于它们代表的往往是那种带有欺诈性质的企业。在危机时期，这种虚拟的货币资本大大减少，从而它的所有者凭它在市场上获得货币的力量也大大减少。”^[31]正是信用制度对生息资本增殖的强化效应，激励了人们踊跃参与股权投资，带来了资本动员规模的扩大和组合方式的多样化，促进了资本市场的发展，强化了资本市场的外部约束功能。

5. 资本市场的约束机制

“至于纯粹的虚拟资本（公债、股票等）的跌价，只要它不导致国家和股份破产，不因此而动摇持有这类证券的产业资本家的信用，从而不阻碍再生产，那么这种跌价就只是财富从一些人手中转到另一些人手中，总的来说对再生产起着有利的影响，因为那些用廉价把这些股票或证券弄到手里暴发户大多数比原来的所有者更有事业心。”^[32]这就是说资本市场的存在会影响到企业控制，从而有助于缓解委托——代理问题，促进资源配置的效率。

第三节 西方学者关于企业重组与资本市场的理论阐述

一、西方学者关于企业重组的理论

西方学者从各种角度对企业并购活动进行了不同层面的分析和探讨，提出了许多假说。但从总体看，目前的理论研究尚未形成一个公认的系统分析框架，仍然是众说纷纭，但其研究的基点却是一致的，即并购发生的原因和并购所带来的利益。目前西方企业并购理论有以下几种具有代表性的观点：

1. 规模经济理论

企业存在一个阶段，在这个阶段平均成本会随着企业规模的扩大而降低，新古典企业理论将这种现象称为规模经济（Scale Economy），而追求规模经济效应就是企业实施

并购活动的主要动因之一。新古典经济学认为,规模经济的实现是厂商在市场经济条件下的最优选择,企业可以通过并购来扩大生产经营规模,降低平均成本。对利润最大化的追求是企业扩张的根本原因,对规模经济的追求是企业扩张的直接原因。企业通过并购对工厂的资产进行补充和调整,达到最佳规模经济的要求,使其经营成本最小化,可以使企业在保持整体产品结构的同时,实现产品深化生产,或者运用统一的生产流程,减少生产过程的环节间隔,充分利用生产能力。企业并购还有利于从市场营销、管理、科技开发等环节促进企业的规模经济,企业并购后,原来分散的市场营销网络、科技人员可以在更大范围内实现优化组合。考虑到由此而及的范围经济,规模经济理论对企业并购现象的解释,更准确的说是横向并购的解释,从一开始就确立了其重要地位,并渗透到后续理论中的许多方面。事实上,企业并购的过程中一般都伴随着技术结构和组织结构的调整,最终表现为一定程度上平均成本曲线的改变,进一步降低单位生产成本。尤其是技术创新和制度创新的加速发展,在全球经济一体化的进程中创造出新的市场空间,拓展了企业的经济规模,同时也增加了企业实现规模经济效益的可能性。

2. 交易成本理论

交易成本理论通过垂直一体化对企业并购作出了解释。科斯(R·Coase)认为企业存在的原因是对交易费用的节省,企业独特的组织结构是对市场(价格机制)这一资源配置方式的替代。考虑到由专用资产形成的市场力量,企业并购的动机之一就是使两个成功的垄断者转变为一体化的所有权结构,以减少交易成本。通过垂直一体化,厂商的交易成本得以降低,这种效应主要表现在三个方面:第一,企业可以在更大规模的要素配置格局中安排投入产出品的存储、运输和生产,可以节约流通费用;第二,企业并购可以提高组织效率;第三,企业并购可以减少经营不确定性和风险。此外,厂商还可以通过垂直一体化来确保重要投入品的稳定供给;将外部经济内部化以纠正因外部化而引起的市场失灵;避免政府管制;增强或创造市场力量以及通过垂直一体化的方法来对抗这种市场力量。

3. 委托代理理论

詹森和麦克林(Jensen and Meckling)认为当管理者(代理人)只拥有公司所有权股份的一小部分时,便会产生代理问题。代理问题可以通过一些组织和市场方面的机制得到有效控制、报酬的安排和经理市场也可以使代理问题得到缓解;股票市场则提供了外部监督手段(因为股价可以反映管理者决策的优劣),当所有这些机制不足以控制代理问题时,并购就为这一问题的解决提供了最后一种外部控制手段。其实质就是如果企