

程杞国
卢纯 著

企业 市场 价值

政府

政策选择

中国城市出版社

企业市场价值与政府政策选择

卢纯 程杞国 著



A0935857

中国城市出版社

图书在版编目(CIP)数据

企业市场价值与政府政策选择/卢纯,程杞国著.
北京:中国城市出版社,2000.5
ISBN 7-5074-1214-8

I. 企… II. ①卢…②程… III. ①经济政策-研究
②企业经济-价值-研究 IV. F019.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 08251 号

责任编辑	赵建华		
美术编辑	小文		
责任技术编辑	王质麒		
出版发行	中国城市出版社		
地 址	北京市朝阳区和平里西街 21 号	邮 编	100013
电 话	84275833	传 真	84278264
经 销	新华书店		
印 刷	北京市朝阳区新源印刷厂		
字 数	299 千字	印 张	14.125
开 本	850×1168(毫米)		1/32
印 次	2000 年 5 月第 1 版		2000 年 5 月第 1 次印刷
印 数	0001—4000 册	定 价	29.00 元

· 版权所有、翻印必究 ·

前 言

一、命题的提出及背景

现代企业制度发展的一个重要标记，就是企业可以同其他任何商品一样进行买卖。企业的价值在市场上表现为一定的市场价格，都可以在市场中进行估价和出售。按照传统的观念，一个企业的好坏和优劣，主要用企业的产值、销售额和利税率等指标来评价和衡量，并且把这些指标的大小和企业的好坏直接划等号。但是产值、销售额和利税率这些指标，具有许多不可比因素，而且不能全面准确地衡量处在不同行业、不同规模和不同经营状态下企业的好坏。企业销售额大、利税率高，并不等于企业的整体质量好、竞争力强。在许多情况下，企业并不是随着销售额和利税率的增加而变得更好。因为决定一个企业整体质量的好坏，除产值、销售额和利税率等指标外，还有其他许多重要因素。

怎样才能全面准确地评价和衡量一个企业的整体质量和竞争优势？在对企业这个组织进行深入研究的过程中可以发现，企业价值具有许多重要的特性，而且它是衡量一个企业成功与否和整体质量好坏的最全面、最准确的指标。同时，企业价值本身还具有重大的理论意义和实践意义。由于企业价值的理论意义和实践意义，八十年代以来，人们探寻这个概念和理论，围绕提高企业市场价值这个目标，进行企业资产重组、并购，打破企业的日常经营方式，实现企业的快速增长。许多企业在很短的时间里，获得了靠正常经营手段无法

实现的飞跃发展。如美国的微软公司，10年前还是一个市场价值只有33亿美元的中小公司，短短的10年时间，就以令人眩目的发展速度，使公司一跃发展成为市场价值高达4072.2亿美元的世界著名的顶级公司。这种全新的企业发展思路和发展方式，是传统的企业理论所无法解释的。随着知识经济的到来，传统企业几百年来赖以成功的基础已经不复存在。企业可以没有自然资源，没有属于自己的生产工艺，却可以依靠知识、依靠人才对企业进行战略调整和资产重组，创造巨大的价值和财富，使企业的价值成指数增长。正是在这个意义上，需要对企业价值理论进行深入的研究和探讨。

香港中国投资对策发展有限公司，选准我国一些急于寻求发展而企业财务指标尚不理想的国有企业，采取低估企业市场价值的办法，进行低成本收购。在短短的一年半时间里，先后以低估企业市场价值、合资控股等方式，收购了约200多家国有企业，然后经过短暂的结构调整 and 经营包装，对企业资产存量进行重组，引入资金和技术，上马新项目、推出新产品，利用并购产生的协同效应，使被收购企业的市场价值快速提高。随后又将这些被收购并提高了市场价值的企业，以确定其股权的方式，纳入该公司海外控股公司名下，在海外上市融资。同时又将在海外上市筹集到的资金投入国内，进行滚动收购，收购市场价值被低估的企业，没有投资办一个工厂就赚钱无数。

我国的国有企业，绝大多数都是在传统的计划经济体制下建立和发展壮大起来的。在这种体制下成长和发展起来的国有企业，除具有企业的一般特征以外，还具有许多特殊性。这些特殊性主要表现为特殊的企业组织形态，特殊的企业功

能结构和特殊的企业行为方式。国有企业形式上作为一个经济组织，实际上表现为政府行政体系的延伸，其组织结构与国家行政机关具有很强的同构性。这些特殊性，造成了国有企业目标的多元化和企业功能的泛化，使企业成为一个无所不包的小社会和无所不管的单位组织，而且将其触角延伸到了社会的各个领域，其行为特征和功能目标表现出明显的社会性、非经济特征和非价值取向。国有企业的上述特点，使得在相当长的时间里，企业的行为长期扭曲并背离价值。企业行为既缺乏明确的目标，也不按经济规律办事，更不构成企业价值的创造和增值，而是片面追求产量产值最大化、企业福利最大化和企业行政级别最大化。

这种行为特征和功能目标，导致企业盲目投资、重复建设，片面追求无价值的固定资产增值保值，不仅造成了宏观上资源配置的巨大浪费，而且也造成了微观上绝大多数国有企业活力不足，效益低下，市场价值不高。

随着市场经济体制在我国的建立，市场机制开始在社会各个领域发挥作用，国有企业必须全面走向市场才能生存和发展。在走向市场的过程中，国有企业自身也将成为商品，既然是商品，都将无一例外地具有其自身的内在价值和市场价格，而且可以在市场上进行买卖交易。当一个企业的市场价值很低甚至没有市场价值时，企业的经营活动就失去意义，此时盲目进行固定资产投资和生产，只会造成资本的浪费和资源配置的无效。因此，在市场经济条件下，企业必须确立企业价值观念，正确地认识和评价企业的市场价值，努力提高企业的市场价值。

随着我国市场经济体制的完善和资本市场的建立，最后

一个商品——产权已经商品化并开始流动、重组和转让，为企业整体的商品化和组成资产的商品化创造了条件。企业作为商品已经进入市场并开始整体或分项出售。企业市场价值高的企业，不仅能够在市场上以高于企业固定资产净值的数倍出售，而且能够以较高的股权和优势参入企业的并购和联合，以较低的成本筹集大量资金。企业市场价值低的企业，不仅只能以等于或低于企业固定资产的净值出售，甚至无人购买，而且难以筹集资金，筹集不到资金企业就无法生存和发展。如韩国大宇公司，帐面价值为几百亿美元，但却只能以几千万美元的价格出售，因为该企业市场价值已经降为负值，价格不降到这个程度不会有人买。这一现象表明，企业价值是一个极其重要的概念。这个概念之所以重要，是因为有市场价值的企业，能够创造财富，不创造财富的企业没有任何价值。因此努力提高企业市场价值应该成为企业行动的目标。

深入研究企业价值理论及其规律，是在市场经济条件下探索企业发展的新方式和新途径的必然要求，是国有企业改革和发展的迫切需要，因而具有重大的理论意义和现实意义。

我国的改革是政府主导之下的改革。一方面，国家必须在一个相当长的时间内不断放松规制，政府在许多领域开始退出；另一方面，从一个社会实行全面计划的国家向民商事发达的国家转轨，在这个过程中，需要政府的有效工作以保证社会的有效运行。这样两个方面的工作，需要政府不断制定和修正各种政策，实现国家的法制化。所以，国家经济体制改革往前推进的必然结果就是政治体制改革。

围绕这样一种社会状况，探讨企业市场价值问题就不仅仅是企业这个微观基础的问题，也不仅仅是一个市场的问题，

更主要的是国家和政府的重大问题。在这样一种特定的条件下，我们需要认真研究政府为实现国家转轨过程中的政府体制、政府机制、政府行为。政府体制和政府机制是政府实现自身选择的问题，属于政策主体的自选择；政府行为表现为政府的政策制定，属于政策选择的范围。可见，研究政府的自选择和政策选择是我们研究企业行为和市场结构的关键，它也是这本书的落脚点和终极目标。

将企业、市场与政府、政策结合起来的一个最大的案例就是国有企业改革。研究国有企业改革，也必须从两个方面进行。一方面，从企业来说，如何改变国有企业原有的体制和机制，使国有企业不断适应市场，按照市场原则经营企业；另一方面，政府如何制定国有企业应该收缩的战略，政府在这样一个过程中需要制定什么样的政策，都需要进行认真的思考。

因此，企业市场价值与政府政策选择这样一个具有内在关联的问题就迫切地出现在我们面前。真正研究好这个问题，需要政府、企业的协同作用，更需要我们这个不断发育的市场中的国民认真思考。历史和现实都充分证明，当一个国家的国家精神真正变成国民精神，当一个政府的政策真正变为民众的实际行动时，我们改造物质世界的力量才是有效的。

二、本书的研究基础

企业价值作为一个概念，早在 50 年代中期在国外就被明确地提了出来，而且已经被广泛地运用于企业并购和股票定价上。我国由于长期实行计划经济，企业价值概念的提出和运用时间较晚。实际上，企业价值作为一种理论体系，无论

在国内还是国外，都还缺乏系统成熟的专题研究。在国外，虽然研究开始较早，而且有的研究已经取得了重要的进展，但从整体上看，大多数研究还是局部和零散的，并分布在一些相关问题的研究上。近几十年来，国外学术界和企业界进行了许多有关企业价值理论问题的研究，并取得了一些重要成果。这些成果主要集中在企业资本结构理论、风险收益与资产定价理论、企业并购理论、企业价值评估理论和企业竞争战略理论等。在这些理论的阐述中，国外一些学者十分明确地提出了企业价值的概念，并且将企业市场价值与上述问题紧密联系在一起进行了研究，提出了许多有价值的思想和理论观点，为本文系统地研究企业价值理论提供了良好的条件和基础。

我国对企业价值理论的研究起步较晚。我国长期实行的是计划经济体制，在计划经济体制下，企业不可能成为商品或具有商品属性，不存在资产、产权的流动和企业的并购交易，因而极少使用企业价值的概念，更不用说企业价值理论的运用。我国正式提出企业价值的概念和开始研究企业价值理论，是在我国开始确立了社会主义市场经济体制的改革方向，国有企业开始全面走向市场并在深圳、上海建立股票市场以后。随着我国股市的日益扩大和成熟，企业实行股份制改造的全面推行，以及探索公有制实现形式的展开，企业价值理论的研究已经成为客观上的迫切需要。但是我国对这一问题的研究，还处在起步阶段，基本上还没有形成适合中国国情的理论研究成果。

综上所述，无论国内还是国外，对企业价值理论这一重大课题的研究，都还缺乏系统性、全面性和专题性，同时有

许多新的问题还有待于进一步深入研究，特别是应用这一理论去指导国有企业的改革和发展的研究基本上还是一个空白。因此，深入研究这一理论的本身以及用这一理论去探索国有企业改革和发展的新途径和新思路，探索政府应该采取的政策，无疑都具有重要的理论意义和现实意义。

三、命题提出的意义

企业价值理论是现代企业理论的重要组成部分和新发展。传统的企业理论强调和关注的是企业的生产经营管理，这种管理的目标，是追求产值、利润最大化，不关心企业的价值创造和企业市场价值的提高，因而缺乏明确的长远目标和整体思维。传统的企业理论，在计划经济和卖方市场的条件下，是必需而有效的，但是在市场经济和买方市场的条件下，它却不能有效地去指导企业，在竞争日益激烈的环境中，怎样去生存和发展，怎样去获取持续性的竞争优势。使企业长久兴盛不衰，是我们迫切需要认真思考的。

企业价值理论，立足于企业的价值创造和企业整体价值的提高。它强调企业的战略管理和价值管理，它不仅具有质的界定性和量的可度量性，而且具有方向和制度性意义。研究和利用这个理论，对于变革、规范和导向企业的行动方式，按照提高企业市场价值的目标和方向，调整和规范企业的行为，采取正确的发展战略和经营方式，保证企业在日趋激烈的市场竞争中持续健康地发展，具有革命性的意义。

90年代中期以来，我国企业的外部环境已经发生了深刻的变化。市场机制正在取代计划机制，成为配置资源、支撑整个国家经济活动的主要力量；几十年的短缺经济和社会供

需关系发生了历史性的转变，许多产品供过于求并开始出现结构性过剩；中国市场对外开放的格局已经形成，国内经济对外的依存度越来越高，国内市场日益国际化，竞争日趋激烈。在这种条件下，有的企业可能一夜之间将丧失全部优势，有的繁荣了几十年甚至百年的老企业，有可能无法生存而破产倒闭，有的行业将出现全行业亏损，有的企业将因为产品无市场得不到银行的支持而无法继续生存，竞争和优胜劣汰的市场机制将使整个企业面临重组，产业面临重构。面对这样的外部环境，国有企业自身深层次的矛盾将进一步充分显露，过去的国有企业改革和传统企业理论的局限性及其缺陷也逐步显露出来。在计划经济时代，企业只须注重生产管理就足够了，因为人、财、物和产、供、销都由计划安排和分配，外部环境封闭稳定，企业只要把生产搞好了，就能创造效益，企业就能生存。有了产品，企业就会有贷款，有了贷款企业就能扩大生产，使企业得到发展，而且可以几十年一贯制。但是在市场经济条件下，企业仅仅注重生产管理已经远远不够了，因为单纯的生产管理不能给企业带来效益，不能使企业在激烈的市场竞争中获取优势，从而得到持续性的稳定发展。不能使企业提高市场价值，增强竞争力，因此必须进行新的思考 and 探索，寻求新的企业管理方式和成功之路。

在经济日益全球化的今天，企业要想获得成功取决于多种因素和条件。在这些因素和条件中，企业的创新、盈利和抗风险能力，企业的发展战略、企业的市场定位，企业的核心资产和核心能力的培育、企业最佳资本结构的建立、企业竞争优势的培养等因素，具有极其重要的意义，事关企业的生死存亡和繁荣兴衰，决定企业的未来和发展。企业价值理

论能够用一根红线将上述这些理论有机地串连起来，形成一个新的理论体系，并从战略的高度，对上述事关企业在市场经济条件下生死存亡的重大问题，提供一种新的路向和理论上的支持，引导企业尽快实现从传统的生产经营管理向战略管理、价值管理和制度管理转变，使企业的每一个行动既有明确的目标，又符合客观规律，同时又构成价值创造，实现企业行为、目标、规律和价值的统一，努力提高企业的整体价值，使企业能够在激烈的市场竞争中，不断提高决策水平，保持长期的竞争优势并走向成功。

四、全书的主要内容

（一）企业市场价值理论体系

全书运用规范研究和实证研究两种方法，对企业价值理论的内涵、特征、主要内容和理论体系进行了分析研究，并对国有企业改革与发展的战略思路提出了新的思考和对策。全文的主要工作及重要结论概括如下：

1、对国内外企业理论和企业价值相关理论的主要研究成果进行了全面的总结和综述，在此基础上，明确提出了企业价值理论的体系、主要内容和研究方法。

（1）揭示了企业价值概念的本质内涵、表现形式和主要特征。

（2）总结分析了企业价值评估度量方法的理论意义、应用条件和主要优缺点。

（3）提出了评价企业价值的指标体系框架。

2、采用定性分析的方法，全面系统地分析企业价值的主要决定因素和主要影响因素，阐述了它们对企业价值的决定

影响方式、特点和重要作用，提出了如何正确掌握利用这些因素，提高企业价值的有效方法和途径。

(1) 深入系统地分析了企业盈利能力、企业创新能力和企业抗风险能力等企业价值的三大主要决定因素的性质、特点和相互关系，以及它们对企业价值的决定方式和途径，在此基础上，提出了提高企业三大核心能力的有效对策、方法和途径。

(2) 系统深入地分析了对企业价值产生重要影响的四个主要因素，即企业定位、企业核心资产、企业资本结构和企业发展战略，对它们的性质、特点和相互关系，以及它们对企业价值的影响方式和途径进行了深入研究，在此基础上，提出了如何正确掌握和利用这些价值驱动因素，努力提高企业价值的对策和方法。

(二) 企业市场价值的实证研究，企业市场价值的市场运动

采用定量分析的方法，运用回归分析模型和中国股市的有关数据和资料，对企业价值理论进行了实证研究，取得了和定性分析方法完全吻合的结论。

1、建立了企业盈利和企业资本结构分别与企业市场价值相联系的经济计量学模型，对企业盈利和企业资本结构分别对企业价值的影响趋势和程度，进行了实证研究和检验。与此同时，通过实证分析研究，找到了剔除企业行业和规模影响的企业最佳资本结构及其区间值。

2、通过建立“桥梁”，对企业的行业定位和发展战略分别对企业市场价值的影响关系，进行了定量分析和实证研究，并得到了和理论分析完全一致的结论。

(三)对市场经济充分发育基础上,政府的作用和行为方式进行了分别研究。

1、在以企业的市场价值为主导的情况下,对政府所应该具备的职能进行归类,对政府在市场经济发展过程中的作用进行研究,明确政府所担任的供给任务和范围,探讨政府在特定的转型期所应该退出的领域。

2、对影响公共政策的结构进行剖析,分析行政体制和政府机制对政策制定的各种复杂因素。同时对政策决定的模块作较细致的分析,研究中央政府和地方政府在政策选择过程中的政策关系,分析部门政策和地方政策的复杂关系,对政府的政策目标作出结论。

3、对国有企业改革的历程进行了回顾与反思,指出了前几个阶段改革的积极意义和不能取得最后成功的原因,并在此基础上,运用企业价值理论,对国有企业改革与发展的战略思路提出了新的思考和对策。

企业篇

企业市场价值主导下的企业

第一章 企业市场价值： 一个全新的概念

第一节 问题的提出

——从 MM 定理到帕金森律

一、MM 理论与企业市场价值

(一) 企业市场价值理论的提出和研究基础

1956 年，莫迪利亚尼和米勒在考察了企业金融资本结构和企业经济价值之间的关系后，提出了著名的 MM 理论。理论的提出在当时的学术界引起了强烈的反响，由此奠定了资本结构理论的基础，成为现代企业理论体系中较为成熟而系统的理论。

MM 理论和权衡理论为代表的传统资本结构理论已经发展为内容丰富的现代资本结构理论，并且形成了一个庞大的理论体系。我们可以应用资本结构理论分析企业资本结构对企业价值的影响，探索结论与现实相悖的地方，研究企业金融资本结构理论体系中还未建立起清晰逻辑的地方。实际上，仍有许多重大问题未取得突破。特别是在松驰假设前提以后，企业金融资本结构对企业市场价值的影响，以及如何选择有利于企业市场价值提高的最佳资本结构等问题，仍有待于深入研究。