

Theory and Practice of Corporate Contracting Capital Operations

公司收缩性资本运营 理论与实务

● 罗良忠 著



中国民主法制出版社

GONGSISHOUSUOXINGZIBENYUNYINGLILUNYUSHIWU

公司收缩性资本运营 理论与实务

Theory and Practice of Corporate Contracting Capital Operations

罗良忠 著

中国民主法制出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司收缩性资本运营理论与实务/罗良忠著. —北京:
中国民主法制出版社, 2006. 12

ISBN 7-80219-078-9

I. 公 ... II. 罗 ... III. 公司-资本经营-研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 140357 号

书名/公司收缩性资本运营理论与实务

GONGSISHOUSUOXINGZIBENYUNYINGLILUNYUSHIWI

作者/罗良忠 著

出版·发行/中国民主法制出版社

地址/北京市丰台区玉林里 7 号(100069)

电话/63292534 63057714(发行部) 63053367(总编室)

传真/63056975 63056983

<http://www.npc.gov.cn>

E-mail: MZFZ@263.net

经销/新华书店

开本/32 开 880 毫米 × 1230 毫米

印张/7.75 字数/211 千字

版本/2006 年 12 月第 1 版 2006 年 12 月第 1 次印刷

印刷/北京金明盛印刷有限公司

书号/ISBN 7-80219-078-9/D·968

定价/15.00 元

出版声明/版权所有,侵权必究。

(如有缺页或倒装,本社负责退换)

前 言

“资本运营”这一概念虽然产生于中国,但最早的收缩性资本运营实践却产生于西方。1911年,美国新泽西标准石油公司因违反了反垄断法,法院判决该公司对子公司进行分立。这可能是最早的收缩性资本运营实践。20世纪60年代以来,以剥离、分立、股权切离(分拆上市)、定向股、股份回购等为主要内容的收缩性资本运营,在西方发达国家的公司中纷纷展开。

我国企业收缩性资本运营,大约是从1993年开始的。当时,我国正开始国有企业的股份制改造。对非生产经营性资产进行剥离,让企业真正摆脱“办社会”的负担,轻装上阵,是国有大中型企业股份制改造成功的重要条件。一大批进行股份制改造的国有企业,陆续、分步骤地对非经营性资产进行了剥离。此后,许多非改制的国有企业,也把剥离非经营性资产作为搞活企业的重要手段。还有一些国有企业,通过分拆的方式,在香港或其他国家上市。

党的十五大以后,收缩性资本运营逐渐为上市公司所采用,而且有不间断上升的趋势,收缩性资本运营已成了上市公司日常经营活动的组成部分。但是,目前我国对收缩性资本运营还比较陌生,学术界对其研究不多。因此,在实践中已经出现大量收缩性资本运营的情况下,就迫切需要一本研究、介绍收缩性资本运营理论与实务的书籍。本书就是在这种背景下诞生的。

在跨学科研究、系统分析研究、定性分析与定量分析相结合、实

证分析与规范分析相结合的基础上,本书主要研究五大部分内容:(一)收缩性资本运营产生的背景;(二)收缩性资本运营的理论基础;(三)收缩性资本运营创造财富的原理;(四)收缩性资本运营的战略决策问题;(五)收缩性资本运营的会计和法律问题。本书的主要结论和创新性成果如下:

1. 对收缩性资本运营的科学定义进行了探索。本书认为,所谓收缩性资本运营,是指资本运营的主体通过剥离(直接出售)、分立、股权切离、创造定向股票、股份回购、自愿清算等方法进行资本运营,使企业在一定时间内所掌握的经营资本规模绝对或相对减小,或者使公司股本、业务种类和跨度减少,以达到资源优化配置、资本增值最大化或资本损失最小化的一种行之有效的经营模式。

2. 本书认为,资本运营的概念虽然产生于中国,但收缩性资本运营实践却起源于西方。20世纪60年代以来,混合兼并在西方盛行,兼并的结果导致无关多元化经营的形成。混合兼并也是当时流行的多元化经营战略的实施手段。由于多元化经营的企业败多胜少,西方企业界和理论界于20世纪70年代开始对多元化战略的绩效进行研究和反思,并于20世纪80年代初开始战略调整,抛弃无关多元化经营战略,采取收缩性战略,“归核化”浪潮又席卷全球,剥离与公司主业无关的子公司或部门,强化核心业务。收缩性资本运营就是这样在西方国家产生与发展的。

3. 对专业化与多元化经营理论进行了梳理和总结,并有所发展。本书认为,无论是多元化经营还是专业化经营,都只是企业的经营战略,二者本身并无绝对的优劣好坏;但是,多元化经营有一些特定的约束条件,那些没有满足约束条件而盲目从事多元化经营的企业,成功的可能性就微乎其微。

4. 本书运用合约理论和系统科学,构筑了两个收缩性资本运营的理论基础:①将公司价值估计真实度引入合约理论经典模型,在公司价值估计真实度、管理激励、经营风险等变量互动的基础上,对公司最优结构做出理论解释:当公司价值被低估以及子公司与母公司

之间的关系混乱时,分拆子公司对股东有利;反之,维持多元化状态比较好。这一结论与现实许多分拆案例发生的原因相吻合。②从系统科学的视角来看,剥离、分立、分拆上市等行为是企业系统结构调整的形式,其动力有两种:一是外部环境的压力,二是系统内部熵的增加。为了寻求与外部环境的一致,企业系统的一个选择就是对其进行群落分裂,对稳态值的大小和稳态的时间周期的长度做出比较后,就确定具体的分裂形式。对多元化企业系统来说,各事业部之间的矛盾与冲突以及某个事业部经营绩效差,都可能引起熵的增加,解决的可行办法是引入负熵流——分拆事业部。从信息熵方面看,由于多元化公司对外发送信息不足,外界对其了解不够,引起信息熵增加,公司股价常常被低估。减少信息熵的一个可行的方法就是对该公司进行分拆。因为分拆以后,能为外部人发送信息,使重新评估出来的价值就会增加。本书第四章将运用这一理论,分析了3个典型案例,在某种程度上起到了理论模型验证和运用的效果。

5. 提出了剥离、分立、股权切离、发行定向股、股份回购可以为股东创造财富的命题。先用国内外已有的研究结果进行验证,然后用我国的数据进行检验:①我国上市公司资产剥离股东财富效应:样本公司在剥离公告的前后一个交易日内以及剥离公告后的7个交易日内,分别有0.7%、0.93%的累积平均超常收益。这说明样本公司在剥离事件公告前后的短暂时间内,的确能够增加股东的财富。②我国国家股回购财富效应:国家股回购确实为股东创造了财富,但这一财富效应是由股东之间的财富转移造成的。未出让股权的国家股部分,虽然也获得了收益,但出让股权的部分所受的损失,比收益更大。这说明大量的国有财富被转移到了其他类别的股东手中,国有资产流失了。

6. 提出公司的战略态势除了抽资战略、转向战略、放弃战略和清算战略外,还应包括“归核化”战略和分离战略;提出了新观点:公司收缩性资本运营战略是建立在收缩型经营战略基础之上的,收缩型战略必须通过收缩性资本运营来实现;对收缩性资本运营方法的

选择问题,进行了归纳、综合和比较。

7. 对西方零散的有关收缩性资本运营的财务会计处理方法进行了整理和系统化,并对我国当前资产剥离和股份回购财务会计处理存在的问题进行了探索,这对我国以后制定相关的财务会计制度具有重要的参考意义;指出了我国目前有关收缩性资本运营法律法规存在的问题,并对如何完善提出了建议。

罗良忠

2006年11月

目 录

第一章 引 言	(1)
第一节 研究背景和意义	(1)
第二节 文献综述	(4)
第三节 本书的研究方法和内容	(14)
主要参考文献	(16)
第二章 收缩性资本运营的产生与发展	(19)
第一节 收缩性资本运营的含义和方法	(19)
第二节 收缩性资本运营的操作程序	(44)
第三节 收缩性资本运营在西方的产生与发展	(52)
第四节 收缩性资本运营在中国的产生与发展	(64)
第五节 本章小结	(72)
主要参考文献	(73)
第三章 收缩性资本运营的基本理论	(78)
第一节 专业化和多元化经营理论	(78)
第二节 西方有关收缩性资本运营的理论基础	(90)
第三节 基于合约理论的收缩性资本运营的理论基础	(101)
第四节 基于系统科学的收缩性资本运营的理论基础	(107)
第五节 本章小结	(119)
主要参考文献	(120)

第四章 案例分析——一种系统科学视角	(125)
第一节 美国 USX 公司的定向股和分立	(125)
第二节 春都的分拆上市和剥离	(130)
第三节 联想集团的股权切离	(135)
第四节 本章小结	(141)
主要参考文献	(142)
第五章 收缩性资本运营创造财富的基本原理	(143)
第一节 基本原理	(143)
第二节 资产剥离财富效应实证分析	(155)
第三节 股份回购财富效应及股东之间财富 转移假说实证检验	(159)
第四节 本章小结	(171)
主要参考文献	(172)
附录 1:剥离实证研究所选样本及其事件窗情况	(174)
附录 2:样本公司在事件窗(-20, +20) 内的超常收益	(176)
附录 3:冰箱压缩国家股回购的超常收益	(177)
附录 4:长春高新国家股回购的超常收益	(179)
第六章 收缩性资本运营战略及其决策	(181)
第一节 收缩性资本运营是收缩型战略的具体体现	(181)
第二节 收缩性资本运营战略决策	(185)
第三节 分拆方法选择的的公司结构模型	(196)
第四节 公司资产剥离最优决策的期权定价模型	(201)
第五节 本章小结	(205)
主要参考文献	(205)
第七章 收缩性资本运营中的会计和法律问题	(207)
第一节 美国的财务会计处理方法	(207)
第二节 股份回购的会计处理方法	(220)

目 录

第三节 我国的财务会计处理方法探索	(225)
第四节 法律和政府规制问题	(229)
第五节 本章小结	(235)
主要参考文献	(235)
后 记	(237)

第一章 引言

第一节 研究背景和意义

20 世纪 80 年代初,以美国为首的西方国家的企业开始了战略调整,从混合多元化的经营战略转向专业化或相关多元化的经营战略,实现这一目的的过渡战略是收缩性战略。许多多元化企业纷纷回归主业,掀起了“归核化”的浪潮。以资产剥离、分立、股权切离、定向股为主要内容的企业收缩性重组活动,从 20 世纪 80 年代延续至今,频率不断加大。企业收缩性重组,如果从资本运营的角度来看,也就是企业收缩性资本运营,它是实现企业收缩性战略的主要手段和方法。目前,企业收缩性资本运营不仅仅是为了回归主业,也是企业经营活动不可或缺的组成部分,也可以说是市场经济高级阶段的必然产物。鉴于收缩性资本运营的重要作用,西方学术界从 20 世纪 60 年代以来就一直在进行系统的研究,并取得了丰硕的理论成果。这些理论是指导西方国家的企业从事收缩性资本运营的灯塔。

“资本运营”这一概念虽然产生于中国,但我国企业收缩性资本运营从 20 世纪 90 年代后期才开始,剥离、分拆上市现象不时出现,股份回购也出现了,现在有不扩大的趋势。目前,我国对收缩性资本运营还比较陌生,学术界对其研究不多。因此,在实践中已经出现大量收缩性资本运营的情况下,就迫切需要理论的指导。企业收缩性资本运营是一个系统工程,涉及到公司资本结构、公司治理结构、

人力资源等一系列问题,需要相应的法律、财务会计制度和税收制度加以规范。我们首先必须引进西方的理论,对其进行吸收、消化和改造,然后再探索有中国特色的收缩性资本运营理论和方法。因此,对收缩性资本运营进行研究,具有重要的理论意义和现实意义。

1. 收缩性资本运营是多元化公司回归主业的必然选择

20 世纪 80 年代初,西方的多元化战略传到了我国。广东省的企业率先实施多元化战略。20 世纪 80 年代中后期以来,一些大中型企业积极主动地采取了多元化发展战略。1992 年春天邓小平南巡谈话之后,出现了企业多元化发展的高潮。1997 年党的十五大后,我国政府开始对国有企业实施战略性改组,企业并购性重组成为经济活动的热点,出现了通过企业兼并进行多元化扩张的热潮。一般来说,企业多元化程度与一国市场发达程度具有反比的关系,这是亚当·斯密的劳动分工受市场规模限制原理的反面体现。由于历史的原因,我国的市场并不发达,企业通过多元化经营成长的战略有其合理性和必要性。但是,多元化经营必须满足一些约束条件,否则,不仅不会取得预期的成功,甚至会导致失败。20 世纪 90 年代,我国部分著名企业推行多元化战略取得了一些效果,于是许多企业纷纷仿效,不断扩大经营范围。然而事与愿违,不论是民营企业、国有企业还是上市公司,多元化带来的利益并不明显,成功与失败几乎各占一半。多元化经营是企业成长过程中的一个重要战略,但机会和风险并存,是对新成长领域的一种“探险”,须谨慎从事。中、外多元化经营实践证明,无关联的多元化经营会招致企业经营失败。因此,我国目前正在进行无关联多元化经营的企业,无论是国有企业还是非国有企业,上市公司还是非上市公司,都应该在全球企业收缩性战略的背景下,对混合企业进行剥离或分拆,适当收缩战线,降低混合多元化的程度,“回归根本”,强化核心业务,培养和提升企业核心能力。因此,收缩性资本运营是我国多元化经营的企业回归主业的必然选择。

2. 收缩性资本运营是上市公司经营活动的重要组成部分

公司经营分为生产经营和资本运营。资本运营是在企业内部形成以资本效率和效益为基础的新原则下,以各种形式的资本运作为手段,实现资本有效增值的一种经营形式。资本运营有三种类型:一是扩张性资本运营,二是收缩性资本运营,三是内变性资本运营。建立在现代企业制度基础上的上市股份公司离不开资本运营,而作为资本运营重要组成部分的收缩性资本运营,就自然在公司的运作中起着非常重要的作用。

3. 收缩性资本运营在我国非上市的国有企业改革中具有重要作用

我国国有企业改革目前已到了极其艰难的攻坚阶段,要取得胜利,必须坚持“有所为,有所不为”,从竞争性领域相对退出,进行国有企业改制、重组和国有资本运营。全国各地在这三方面都进行了尝试和探索,而且都以不同的方式不同程度地运用了收缩性资本运营的战略来开展国有企业改革工作。收缩性资本运营在国有企业改革中的重要作用为:①收缩性资本运营有利于国有企业卸掉沉重的历史包袱;②收缩性资本运营有利于“抓大放小”战略的实施;③收缩性资本运营有利于国有企业从竞争性领域退出;④收缩性资本运营在国有资产重组中可以发挥重要作用;⑤收缩性资本运营在我国自然垄断行业的企业改革中可以发挥重要作用。

4. 为我国收缩性资本运营实践提供理论和操作指导

正因为收缩性资本运营在我国的企业及国有企业改革中具有重要作用,就必须构建具有中国特色的企业收缩性资本运营的理论框架,以指导我国的企业收缩性资本运营实践。为达到这一目的,我们必须弄清楚收缩性资本运营在西方是怎么产生与发展的,它的含义是什么,有哪些具体方法,操作程序是什么样的,其理论基础是什么,企业如何进行收缩性资本运营的战略决策,它需要什么样的法律环境和政府规制,需要什么样的与其配套的税收制度和会计制度,它对公司资本结构、治理结构有什么影响等一系列问题。只有弄清这些问题,我们才能掌握和熟练运用企业收缩性资本运营的理论方



法。

总之,本课题既具有现实针对性、实用性、可操作性,又具有一定的理论深度与突破,理论联系实际,具有重要的理论意义和现实意义,它对我国的企业资本运营实践和理论研究以及国有企业改革,具有较强的推动作用和指导意义。

第二节 文献综述

一、国外研究现状

“资本运营”的概念虽然产生于中国^[1],但其实践活动却始于西方。企业收缩性资本运营的实践也不例外。企业收缩性资本运营最早的方式是企业资产剥离,即直接出售。在剥离实践的基础上,又先后产生了分立、股权切离、股份回购、自愿清算、创立定向股等方法。企业收缩性资本运营是在西方企业混合兼并及无关多元化经营活动失败的基础上兴起的。

西方对收缩性资本运营(西方为“剥离”)的研究,主要分为三个阶段:1985年以前,主要研究剥离后公司股票能否获得超常收益,而研究结果表明剥离对股东财富有积极的影响;1985年以来的研究主要集中于对剥离的动因的各种假说以及剥离公告所产生的结果的假说的验证上^[2];此外,在上述两个阶段,还夹杂着公司剥离的人力资本、资本结构、公司治理等问题的研究。

1. 关于收缩性资本运营的动因和理论基础

关于企业收缩性资本运营的原因的解释,西方一般有两条主线:一是浅层次的,即企业从事收缩性资本运营的动因是什么,也可以说是直接原因;二是深层次的,即企业从事收缩性资本运营除了动因以外,应该还有更深刻的原因即理论基础。

(1) 收缩性资本运营的动因

关于企业收缩性资本运营的动因,欧美经济学家和管理学家进

行了大量研究,提出了很多假说并用计量模型进行了验证。美国加州大学洛杉矶分校的威斯通(J. Fred Weston)^[3]教授认为,剥离之所以为股东创造价值,是因为 11 个假说。Buckley^[4]把企业剥离的动机分为三类:为股东创造价值、债券持有人损失、效率理论;而每一类里又含有几个小类,与威斯通的大同小异。美国波士顿学院的 Chemmanur^[5]认为,企业分拆的动因有两大假说:一是不对称信息假说,而是公司控制及管理激励假说。从不对称信息的观点来看,创立定向股可以为价值创造提供三种潜在的主要的来源:①公司分立后,由于新信息的披露,母公司信息不对称的程度大大减少;②提高资产的透明度,使被隐藏了的价值通过股价的变化能够更好地反映出来;③公司经理们对子公司所具有的信息比对母公司所具有的信息越少,创立定向股就越有可能降低经理们与投资者之间的信息不对称的程度。这就会减少一个正的净现值项目是必然的概率,从而增加公司的市场价值。从公司控制和治理的观点来看,创立定向股为股东创造价值的来源有四个:①保持协同效应;②绩效报酬;③相对专业化经营;④增加筹集外部权益资本的弹性或者把定向股当作货币以备将来收购其他企业之用。

(2) 企业收缩性资本运营的理论基础

国外对公司收缩深层原因的研究,是从科斯(R. Coase)^[6]开始的,此后做出贡献的有威廉姆森(O. E. Williamson)、哈特(Oliver D. Hart)、穆尔(John Moore)^{[8][9]}、布瑞恩约尔夫森(Erik Brynjolfsson)^[9]、刘柏伟(Liu, Pak-Wai)、杨小凯(Yang, Xiaokai)^[10]、帕西蕾(Mary M. Pashley)、费帕托斯(George C. Pippatos)^[11]等人。

1937 年,科斯用交易费用理论分析了企业接管和分立。20 世纪 70 年代以后,美国经济学家威廉姆森开始用交易费用经济学的方法研究企业纵向合并的理论。他认为,一个产业中资产特定性越高,纵向合并的现象应该越多,反之就应该越少,这时应当解体,进行适当的分立^[12]。

在科斯理论的基础上,哈特和穆尔发展了合同不完全性理论,视



企业为实物资产的集合,提出了一种有成本的契约性产权理论:剩余控制权的不同配置是引起企业一体化扩张或非一体化分离的原因。

1994年,布瑞恩约尔夫森对哈特和穆尔的框架进行了适应性改造,将人力资本当作影响代理人边际产品的一种资产,然后将不完全合同理论用于其中,认为代理人获悉的信息对其生产力和激励是关键。当信息技术使得一些资产更具“柔性”而很少被有形资产“套牢”时,它将有助于资产所有权的分散;另一方面,如果信息技术(如网络的外部性、信息规模经济)使“套牢”增加时,所有权分散就会使代价昂贵。例如,日益增加的企业有形资产的柔性(如机器人的使用),使一些制造型企业分立。

2000年,刘柏伟和杨小凯在劳动分工和交易费用的基础上,提出了公司规模不相干理论,对公司规模为何随着时间的推移而愈益变小做出了一种解释。虽然这一理论还有待于更多的实证分析来证实,但它确实可以用来解释企业收缩、业务外包、回归主业、企业分拆等现象。

1990年,帕西蕾和费帕托斯^[12]用企业生命周期理论来解释公司剥离:公司规模不断增长,直到出现管理的规模不经济。这种规模不经济会限制公司的增长,结果会导致威廉姆森所描述的最优公司规模的出现。进一步的增长就会显著降低公司的价值。公司一旦达到最优规模,它就具有能力进行更新,即通过出售、分离、清算等手段来放弃失去吸引力的业务,把所得的收入用来偿债、内部扩张或者外部收购。如果一家公司超过了最优规模,可通过剥离来进行回归。如果不进行更新,公司最终就会衰退以至消亡。

从上述可知,国外对公司收缩性资本运营的理论解释,除了帕西蕾和费帕托斯的理论外,其他人的理论都把公司当作一个没有生命的“物”,是实物资产的集合,然后用交易成本为基础来论证它为什么要收缩、剥离、分立。但交易费用理论的最大缺陷就是包罗万象,且不能加以定量描述。帕西蕾和费帕托斯则把企业看作一个有生命的东西,企业在其生命周期的不同阶段,应采取不同的扩张或收缩战

略。但他们没有把企业看成一个复杂的具有耗散结构特点的人造巨系统,因而从动态方面解释企业收缩的深刻原因和机理,尚有一些不足。

2. 关于收缩性资本运营的财富效应

公司从事收缩性资本运营,能不能给股东创造财富呢?西方学者做了大量研究,结果是肯定的。为避免重复,这方面的文献回顾见第五章第一节。

3. 关于收缩性资本运营与公司资本结构和治理结构问题

(1) 收缩性资本运营与公司资本结构

公司资本结构是指公司长期资本的构成比例关系,也就是负债资本与权益资本的比例关系。负债资本包括银行贷款、公司债券,权益资本包括普通股股票、保留利润。一个企业的资本结构通常用它的负债比率来确认,如负债与权益比率或负债与资产比率。企业最佳资本结构是使企业资产市场价值最大时的负债比例。资本结构的变动会影响公司的每股收益、市场价值、股票价格和资本成本。收缩性资本运营肯定会影响到公司的资本结构。

公司剥离对资本结构有影响,如出售子公司的股票会减少权益资本,可以用出售资产来获得现金以回购股份,优化公司资本结构。国外对这一课题研究的还不是很多。

美国印第安纳大学的 Dittmar^[13]对公司分立中资本结构问题进行了深入研究。他在《公司分立中的资本结构》一文中,详细考察了母公司如何决定被分立的子公司的资本结构,结果发现子公司的杠杆比率比母公司的低但与可比的未被分立的的公司类似,子公司的财务杠杆与其增长呈负相关而与其担保价值正相关,与利润没有关系,但子公司的财务杠杆比率与可比公司的杠杆比率的差额成正相关。

公司股权切割是母公司把子公司分拆上市,如果想免税,对外公开发售的比例就不能超过 20%,其余 80% 按比例分配给母公司股东。因此,与公司分立一样,母公司的分拆决策将决定子公司的资本结构。股份回购将会减少公司的权益资本,改变公司的资本结构。