

资本经营：企业经营的最高境界


CORPORATE VALUE AND
ITS CREATION

THE VANGUARD MANAGEMENT SERIES

资本经营论

和君创业管理文库·专业研究系列

CORPORATE
VALUE AND
ITS CREATION

 中国人民大学出版社

王明夫 / 著




资本经营论

王明夫 / 著

和君创业管理文库·专业研究系列

CORPORATE
VALUE AND
ITS CREATION

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资本经营论/王明夫著.

北京: 中国人民大学出版社, 2004

(和君创业管理文库·专业研究系列)

ISBN 7-300-05750-0/F·1814

I. 资…

II. 王…

III. 资本经营

IV. F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 068391 号

和君创业管理文库·专业研究系列

资本经营论

王明夫 著

出版发行	中国人民大学出版社	
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码 100080
电 话	010-62511242 (总编室)	010-62511239 (出版部)
	010-82501766 (邮购部)	010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)	010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn	
	http://www.ttrnet.com (人大教研网)	
经 销	新华书店	
印 刷	三河市新世纪印务有限公司	
开 本	155×230 毫米 1/16	版 次 2004 年 9 月第 1 版
印 张	14.25 插页 3	印 次 2005 年 5 月第 2 次印刷
字 数	170 000	定 价 25.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

序 言

目前经济结构正在发生深刻的变革。这种深刻变革的重要标志就是金融与实体经济的关系正在发生根本性的变化。金融正在从实体经济的“附属物”演变成“核心”，正在从仅仅是国民经济的“晴雨表”而渐渐成为国民经济成长的“发动机”。金融的作用之所以会发生如此重大的变化，是因为此金融非彼金融，亦即金融的内部结构和功能发生了根本变化。这样的金融也就是我们常说的以市场（主要是资本市场）为基础构造的金融体系。有时候我把这种金融体系称为现代金融体系。

相对于实体经济而言，为什么以市场为基础构造的金融体系从原来的“附属地位”而演变成主导作用呢？我认为，可能主要是这种金融体系与传统金融体系，即以传统的商业银行为主体的金融体系相比（我有时把这种金融体系称之为传统金融体系），其功能发生了重大变化，或者说功能有了整体性升级。传统金融体系具有信用创造功能因而具有强大的资源配置能力，而且这种资源配置可以突破时间、空间的限制，甚至可以在一定时期内某种程度上突破规模的限制。传统的金融体系的这种功能特征赋予其强大的宏观经济调节功能。但是，应当看到，基于商业银行的

传统金融体系，至少存在三大缺陷：一是其对资源的配置主要是对增量资源的配置，对存量资源的配置功能相当微弱。因为，这种金融体系没有使存量资源流动的机制；二是这种金融体系缺乏有效的风险分散功能。它更多地是使风险“存量化”，而不是“流量化”，在这种金融体系中，风险难以流动；三是这种金融体系缺乏财富成长的市场机制，难以使居民或金融投资者享受到经济增长的金融资产成长效应。我始终认为，基于市场（主要是资本市场）而构建的现代金融体系可以弥补传统金融体系的上述缺陷。正是基于上述理解和判断，我主张中国金融体系发展的战略目标应是一种基于市场而非基于商业银行的现代金融体系。从这个角度来理解，我们为什么要大力发展资本市场，其重要性就显而易见了。

正如前面所指出的那样，现代金融体系的资源配置作用与其说体现在对增量资源的配置上，不如说主要体现在存量资源的配置上更恰当。而这正是传统金融体系所难以做到的。由此可见，那种从增量筹资多少的角度来对比商业银行与资本市场作用谁大谁小、谁重要谁不重要的观点，是多么地不合时宜。基于市场的现代金融体系对存量资源的再配置，可以加速产业的集中度，可以迅速而有效地改变金融资本流向，进而实现产业的大规模有效整合。这是现代金融的“魔力”，当然，也可能是现代金融设下的“陷阱”。

实现现代金融的这种“魔力”效应的手段很多。其中，以“购并”为核心的资本经营是其常用的手段。“资本经营”可以使人上“天堂”，也可以使人下“地狱”，一切看你的过程，你的目标，你的修炼。

王明夫博士既是我的学生，更像我的朋友。他来中国人民大学读博士学位前，曾创建并长期担任君安证券研究所所长，后又

任君安证券公司并购部总经理。对“资本经营”在理论上有深刻的理解，并且有相当丰富的实践经验。他的这部著作是在其博士学位论文基础上修改而成的，其核心内容是想说明，通过以资本市场上的购并和投融资活动为核心而展开的资本经营，可以大大提高上市公司的市场价值和竞争力。为此，他展开了相当缜密的论证与说明。我个人认为，这是一部耗费作者心智的著作，值得一读。

是为序。

著名经济学家

中国人民大学博士生导师

吴晓求

2004年7月



导 言 资本经营：企业经营的最高境界

1

现代大企业的经营，远不止是一个生产适销对路的商品并实现其销售的产品研产销过程，它同时又是一个持续地进行资本吞吐、资源配置和结构聚合与裂变的资本运动过程。而且企业经营资本运动过程对产品的研产销过程越来越生死攸关。



第 1 章 资本经营：金融经济时代的企业经营新思维

17

资本经营是对生产经营的超越和扬弃，但它并不是对生产经营的否定与排斥。资本经营不是在生产经营之外另起炉灶的、与生产经营漠不相关的一种独立的企业经营型态。不进化到资本经营的生产经营，是没有前途的；脱离开生产经营的资本经营，是危险的。

资本经营问题的提出：背景考察	19
• 资本经营概念在中国的兴起与混乱	19
• 西方“为股东创造价值”的理论思潮与管理实践	24

资本范畴的理论考察：追寻资本的本质	27
• 资本	27
• 人力资本	32
• 资本的本质规定性：增值	34
资本增值范式的历史性跃迁：从工业经济时代到金融经济时代	36
• 从工业经济时代到金融经济时代	36
• 工业经济时代的企业资本增值范式： $G-W-G'$	38
• 现代资本市场机制下的企业资本增值范式： $G-O-G'$	40
资本经营概念的正确定义	41
• 从资本的本质规定性定义资本经营概念	41
• 从企业资本增值范式的历史演进定义资本经营概念	44
金融经济时代呼唤企业资本经营理论	48



第2章 企业家雇佣资本：上市公司治理模式新论 55

近现代产业文明的兴隆，得益于也依赖于企业家阶层的崛起和企业家精神的发扬光大。对今日中国的经济复兴而言，没有什么比企业家阶层的崛起和企业家精神的张扬更为重要。

为“企业家精神”唱响时代的圣歌	57
公司治理的概念	67
企业家理论的经济源流	69

“企业家”概念的界定	74
历史与逻辑的起源：是资本家产生企业家还是企业家产生资本家	76
揭开企业所有权的面纱	79
• 企业所有权就是企业剩余控制权和剩余索取权	80
• 企业所有权是状态依存所有权	81
“雇佣”的经济学含义	82
置疑“资本雇佣劳动还是劳动雇佣资本”之争	84
不确定性与“企业家主权”的崛起	87
公司治理新逻辑：企业家雇佣资本	93
企业所有权革命：对“企业家雇佣资本”的正确理解	104



第3章 上市公司价值论

115

企业的内在价值和市场价格实际上是在两个性质极为不同的市场上得以形成和运动。

企业内在价值的营造主要在商品市场上展开，而企业市场价值的运动则依照资本市场的机理而进行。

上市公司需要在两个市场之间从容穿行，并使相对稳定的企业价值在资本市场永恒不息的价格波动中得到最佳的价值实现。这是资本经营的要害之处，也是资本经营的精妙所在。

企业价值是上市公司资本经营的核心概念	117
上市公司的内在价值	121
• 基于资产的企业价值	121
• 基于现金流量的企业价值	122

• 基于并购重组的企业价值	131
• 基于选择权的企业价值	140
上市公司的市场价值和市场增加值	147
• 有效资本市场假说	148
• 上市公司的市场价值	151
• 上市公司的市场增加值	160
上市公司市场价值与内在价值的双向互动	166
• 作为资本市场理论旧范式的有效资本市场假说	166
• 资本市场理论的新范式：混沌市场理论	167
• 上市公司市场价值与内在价值的双向反馈和互动	169



第4章 上市公司基于价值的管理 (VBM)

171

VBM 管理模式实质上是全面系统的公司再造,它涉及到企业管理的方方面面,从公司战略、资产重组、组织结构、业务流程一直到财会制度、绩效考评、人力资源、薪酬激励、约束控制、企业文化等等。

企业目的论——上市公司资本经营目标函数的确立	173
• 关于利润最大化	173
• 关于管理者效用最大化	174
• 关于价值最大化	176
• 关于市场增加值最大化	178
西方 VBM 的兴起及其背景	184
VBM 的精髓内核	186
• “为股东创造价值”的经营理念	186

• “股东价值”的内涵	191
• “经济利润”与“会计利润”、 “价值创造”与“价值毁灭”	192
• 基于价值的公司重组与管理变革	198
VBM 的发展历程	201
评价：VBM 管理理论的问题与贡献	204



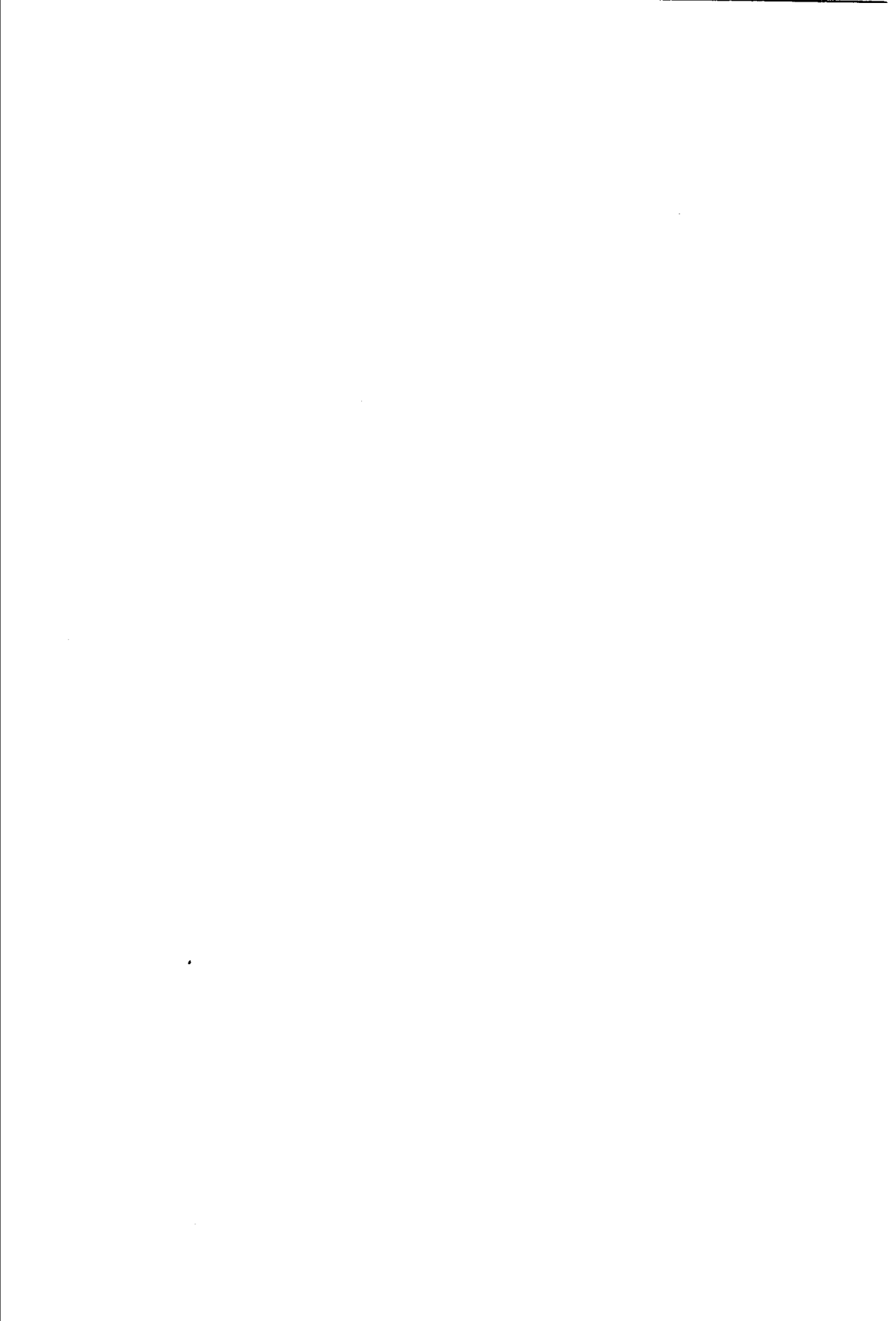
参考文献

211

导 言

资本经营： 企业经营的最高境界

现代大企业的经营，远不止是一个生产适销对路的商品并实现其销售的产品研产销过程，它同时又是一个持续地进行资本吞吐、资源配置和结构聚合与裂变的资本运动过程。而且企业经营的资本运动过程对产品的研产销过程越来越生死攸关



秉承黑格尔和马克思关于历史与逻辑统一的思想，让我们来设想一下企业成长的历史和逻辑的起点会是怎样的。显然，关于这个起点，合乎逻辑的描述应该是这样的：产权属于个体业主，经营单一产品，在就近的市场销售，少量雇员，岗位分工不明显，经营活动上没有供应、研发、生产、销售以及客户服务等职能分化。这是一种混沌和初始状态的企业。企业成长的历史起始于斯，逻辑亦起始于斯。

从这个起点出发，企业开始了自己在历史和逻辑上的探险与远征。这种探险和远征总是沿着四条线索而展开的：

其一，经营品种和事业结构。原来的单一产品如果经营成功了，企业将不断地挤占竞争对手的市场份额，逐渐用尽该产品领域的企业成长空间，于是，企业的下一步成长就必须在原产品领域之外另辟空间。同时，成功的经营也将为企业积累起相应的生产能力、利润、客户、品牌信誉和经营经验，于是企业将具备条件经营多个产品。为了共享生产能力、客户、信誉和经验，合乎逻辑的选择是，企业在自己熟悉的产业领域内适当放宽产品线，开始经营与原产品相关的产品。由此，企业成长进入一个新的阶段，即从单一产品企业发展成为同一个产业领域的多产品企业。如果这个阶段的企业经营也成功了，那么上述逻辑将继续起作用。企业将进入与原产业相关的新产业领域，通过在新产业领域里经营更多品种的产品以获取更大的市场和利润空间。由此，企业成长又从单产业多产品阶段进入到相关多元产业多产品阶段。如果这个阶段企业经营也成功了，上述逻辑继续起作用的结果是，企业在用尽相关产业的成长空间之后将进入非相关产业，从而发展成为非相关多元产业的多产品企业。总之，在经营品种的发展路线上，企业成长就表现为一个企业产品线不断拓宽、涉及的产业领域不断增多的过程，它从“单产业单产品企业”出

发，发展到下一个阶段即“单产业多产品企业”，然后再到“相关多元产业多产品企业”，最后进入企业成长的最后阶段即“非相关多元产业多产品企业”。

其二，地理范围。由于人缘、地缘、运输、通信、成本等各方面因素的制约，处在成长初期阶段的企业，一般总是就近取得生产要素、就近销售产品。而且，早期阶段的企业，一般产能规模有限，就近的市场容量就足够。此时，企业经营的地理范围主要是本地。如果在当地市场经营成功了，企业将一步一步地将经营的地理范围拓宽到周边地区。如果企业经营持续成功，这一过程将一直继续下去，直至企业扩张乏力，或者企业扩张所可能达到的地理范围被彻底周延了。总之，企业成长总是依赖市场容量的地理范围扩张来支撑的。技术经济的规模性、运输和通信手段的进步，为企业成长的市场地理扩张提供了现实基础。在地理范围的扩张路线上，企业成长一般表现为这样一个过程：从本地企业到区域性企业，到全国性企业，再到跨国性企业，最后发展成为全球化企业。

其三，组织结构。早期阶段的企业，产品单一，雇员不多，经营规模小，企业内部的岗位分工不明确，经营活动的职能分化不清晰。此时，组织的结构化程度还处在混沌状态。后来，随着经营品种的增多，地理范围的延伸，雇员人数的增加，产销规模的扩大，组织的复杂性大大提高。管理开始成为影响企业效率的重要因素。企业组织从混沌走向结构化的首次突破便是经营活动的职能分化和组织内部的岗位分工，即把原来混沌不分的经营活动分解为采购、研发、生产、销售、财务、行政、决策等各项职能，然后根据这些不同的职能对员工进行岗位分工。由此产生了所谓的“职能制”企业。后来，企业成长成为多产品、多产业、多地理区域的公司之后，不同的产品、产业或地理区域，它们所

要求的供应、研发、生产、销售、财务、行政、决策等职能各不相同，不宜再将它们统一于同一项职能之下。于是，企业组织结构的演变就突破原来的职能制模式而发展到了事业部制阶段，即以各个产品、产业或地理区域为单元组成事业部，各个事业部依据自己的要求建立相应的职能机构。各个事业部有着较强的自主权利和相对完整的职能体系。作为职能制和事业部制的结合，企业组织结构后来又发展出一种新的模式，即矩阵制。在事业单元的独立性和自主性上比事业部制和矩阵制更进一步的模式，就是总分公司和母子公司体制，即公司母体作为总公司或母公司，下述事业单元以相对独立的分公司或子公司形态运营。总之，企业组织结构的变迁先后经历了从混沌组织到职能制再到事业部制和矩阵制最后是总分公司和母子公司体制的演变过程。企业组织结构的这些形态虽然在产生的时间上有着先后继起的关系，但除混沌状态之外，其他几种组织结构形态之间的关系并不是后者否定前者，而是后者“扬弃”前者，各自有着自己的生命活力，依据各自的情势而适用。从企业成长的角度上看，事实和逻辑都表明，职能制所能容纳的企业规模有限，事业部制和矩阵制的组织结构为企业成长腾出了大得多的空间，母子公司体制所能容纳的企业规模最大。企业成长的过程实际上也就是组织体制不断地被突破和被创新的过程。当然，后来 IT 技术的运用使得组织结构出现扁平化和虚拟化的趋势。

其四，资本结构。早期的企业，资本或本钱的来源是私人性质的。那时，企业属于所谓的个体业主企业。个体业主企业受到资本来源和个体能力及精力的限制，不能适应更大经营规模的要求，于是产生了由多个个人共同出资、共同贡献经营能力和精力的合伙制企业。再后来，社会的经济条件加速发展，企业的经营品种越来越多，地理范围越来越广，产销规模越来越大，这

既对企业的资本规模提出了新要求，也直接促成了企业资本规模的持续扩大。原来私人性质的、单一化的资本结构不能适应企业成长的要求，必然的走向是企业的资本形成越来越呈现出“四化”趋势：来源社会化、渠道多元化、工具复杂化、技术专业。化。这个“四化”趋势的最先结果是早期的公司制企业的诞生。公司制企业的资本结构及其企业治理是股份制的，由此形成了对合伙制模式的超越。而公司制企业发展的早期大多是有限责任公司，后期则产生出了资本社会化程度最高的公众公司——上市的股份有限公司。直至今日，企业资本结构的“四化”趋势依然没有停止，而是继续朝着高级化方向迈进。总之，企业资本结构的历史演变，经历了一个从业主企业到合伙制企业再到股份制企业最后到股份制企业的高级形态——公众公司——的过程。很显然，每一个后起的资本结构形态都能比前一个形态促进更有效率的资本生成和容纳更大型的资本规模。

综上所述，企业成长的历史和逻辑在四条线索上展开，分别经历着这样一个历史演变过程：

(1) 在事业结构上：单产业单产品—单产业多产品—相关多产业多产品—非相关多产业多产品。

(2) 在地理范围上：本地性企业—区域性企业—全国性企业—跨国性企业—全球化企业。

(3) 在组织结构上：混沌状态—职能制—事业部制—矩阵制—总分公司和母子公司体制。

(4) 在资本结构上：个体业主制—合伙制—股份制—公众公司。

从近代工业革命开始以降数百年来，企业沿着上述四条线索的探险和远征，结局总是两种命运必居其一。一种命运是企业经营失败，于是在探险和远征路途上的某一个阶段，或者就此停