





中财 B0098973

# 资本经营论纲

魏杰 著

CD130/15

中央财经大学图书馆藏书章

登录号

466925

分类号

F279.23/35

上海远东出版社

特约编辑 王国平  
封面设计 王月琴  
责任出版 晏恒全  
责任校对 吴明泉

中国经济发展研究论丛(第二辑)

资本经营论纲

魏 杰 著

出版	上海远东出版社 (上海冠生园路 393 号 邮编 200233)	开本	850 × 1168 1/32
发行	上海远东出版社	印张	10.25
经销	全国新华书店	千字	238
排版	上海希望电脑排印中心	插页	4
印刷	上海新华印刷厂	版次	1998 年 11 月第 1 版
		印次	1999 年 2 月第 2 次

ISBN 7-80613-797-1 / F·300

定价: 16.00 元

# 中国经济发展研究论丛

主 编 刘国光

副主编 吴敬琏

秘书长 陈东琪

编 委

(以姓氏笔画为序)

王 珏

李京文

刘 伟

刘国光

杨圣明

吴敬琏

沈立人

张卓元

陈东琪

陈吉元

林毅夫

周小川

周淑莲

黄 达

樊 纲

# 目 录

<b>导 论</b>	资本经营的内在含义及其作用 .....	1
	一、何谓资本经营	1
	二、资本经营与资产重组	6
	三、资本经营的存在基础	7
	四、资本经营的作用	11
<b>第一章</b>	资本经营的主要方式：企业购并 .....	25
	一、企业购并的涵义	25
	二、我国企业购并的兴起与发展： 从实证描述到规范分析	34
	三、我国企业购并的政策建议	58
<b>第二章</b>	资本经营的重要内容：上市公司 资产重组 .....	67

一、上市公司资产重组的动因	67
二、上市公司资产重组的模式	100
三、上市公司资产重组的功效	127

### 第三章

#### 资本经营在我国特殊形式：

放开中小企业 .....	140
一、股份制改造	141
二、实行股份合作制	142
三、企业合并、兼并与出售	154
四、引资嫁接,中外合资	173
五、各种权利互换	187
六、“母体”裂变与分立改制	191
七、破产重组	192
八、承包和租赁	193
九、委托经营	201

### 第四章

#### 资本经营的关键环节：资本经营

模式选择 .....	207
一、从增量角度划分的资本经营模式	207
二、以重组目的划分的资本经营模式	221
三、资本经营的宏观阻滞	226

### 第五章

#### 资本经营的体制基础：产权清晰 ..... 235 |

一、产权清晰主要是改革国有资产管理体制	235
---------------------	-----

	二、改革国有资产的委托代理制	240
	三、改革国有资产的产权监管机制	246
	四、明晰国有资产的产权利益主体	259
	五、国有资产管理体制的多层次化	266
	六、国有资产的行政性的彻底消除	271
<b>第六章</b>	<b>资本经营的前提条件：完善资本市场……</b>	<b>274</b>
	一、资本市场概念的界定	274
	二、我国资本市场现状分析	285
	三、投资基金与资本市场发展	302
<b>后 记</b>		<b>317</b>

## 资本经营的内在含义及其作用

所谓资本经营,就是指买卖资产与企业的经营行为。资本经营是与生产经营相对而言的,……以资产及企业的交易为中心。

### 一、何谓资本经营

资本经营是近几年才在我国流行起来的经济学概念。对于这个概念,人们有各种不同的解释。

有的人认为,资本经营就是指资本的管理、资本的循环、资本的生产的有机统一,即把资本经营看成是与马克思所讲的资本的生产、资本的循环与周转、资本的积累等完全相同的经济范畴。

有的人把资本经营看成是注重资本增值,以资本增值为中心的经营行为,也就是说,把资本经营当成是属于经济效益范畴的概念。

有的人认为,资本经营就是指资本的流动,产权的交易,其中主要是指股票市场以及中介机构的经营行为,也就是说,将资本经营局限于资本市场之中,主要是属于中介机构的经



营行为。

有的人认为,资本经营是指资源的有效分配,是按照资本必须有高效益回报的原则分配社会资源,也就是将资本经营界定于宏观经济范围,属于资源的合理分配问题。

上述几种讲法,虽都与资本经营相关,但并未能准确地表述资本经营。其实,所谓资本经营,就是指买卖资产与企业的经营行为。资本经营是与生产经营相对而言的。生产经营是指生产与买卖产品的经营行为。前者是以资产及企业的交易为中心,后者是以产品的交易为中心。由于企业实际上也是由资产组成的,是资产的集合物,买卖企业也是买卖资产,因而资本经营也可以说成是买卖资产的经营行为,简称为资产的交易行为。之所以在这里讲资本经营是买卖资产与企业的行为,把企业与资产并列,是因为资产的买卖往往是指一个企业的部分资产的买卖,而买卖企业则是一个企业全部资产的买卖。因此,从这一点上讲,资本经营既可以概括为买卖资产的经营行为,也可以概括为买卖企业的经营行为。前者不过是指企业部分资产的买卖,后者不过是指企业全部资产的买卖,这两者的表述都是可以的。

资本经营这个概念在我国的出现,是我国经济改革发展的必然结果。资本经营从严格意义上讲,是属于企业经营理论范畴,因而它在我国的出现,是我国企业经营理论伴随着改革而不断发展的必然产物。

也就是说,伴随由传统计划经济向现代市场经济的转轨,企业经营理论和经营理念也在发生着变化。总结改革开放以来企业经营理论和实践,我们认为突出的变化表现为我国成功地实现了两次重大突破性的进展。这就是从计划经济条件下的经营计划到商品经济条件下的经营商品,再由商品经济

条件下的商品经营到市场经济条件下的资本经营。

### (一) 由经营计划到经营商品:企业经营理论和实践的 第一次突破

在传统计划经济体制下,企业作为政府行政机关的附属物而存在,没有取得自身的经济独立性。企业的行政组织而非经济组织特征,使企业的产权边界和经营边界都处于模糊不定的状态。企业的一切经营活动都围绕着政府机关下达的计划来进行,完成和超额完成计划任务是企业经营的最高目标。

既然企业仅仅是政府计划这一算盘上的算盘珠,任意由政府来拨弄,企业便没有生产什么、生产多少、怎样生产和为谁生产的经营决策权。企业唯一能够做的就是在政府计划下达之前影响计划的制定和下达。可以说,争取有利于自己容易完成的计划是企业主动参与经营的集中体现,而计划下达之后的企业活动都已是被动的了。企业之所以千方百计影响政府计划的形成,是因为企业只有争取到容易完成的计划,才能保证计划的完成,甚至超额完成这一企业经营的最高目标。

因此,在“国营”前提下的所谓企业经营,实际上不是产品的经营,或者说不是生产的经营,而是计划的经营,是经营计划,而不是经营产品,更不是经营商品或经营资本。

企业经营计划的行为完全体现为计划形成前的主动参与和计划下达后的被动应付。计划下达后的被动应付在经济理论文献中已经谈得比较多了,而人们对计划形成前企业的主动参与还提示得不够,在此稍加说明。实际上,企业经营计划的主动行为主要有两种:一种是较为公开的与政府讨价还价式的所谓“院外活动”,争取较低的计划指标;一种是较为隐蔽

的通过向政府传递与企业的实际状况不符的虚假数字,来降低政府分配给该企业的计划指标。

改革开放后,我国经济理论开始由传统计划经济理论向社会主义商品经济理论过渡,逐渐承认了商品经济的合理性。与此相联系,企业的经营理论和实践实现了第一次重大突破,企业不再主要是经营计划,而是经营商品了。从1984年党的十二届三中全会到1992年党的十四次代表大会,我国企业基本上处于经营商品的阶段。

商品是用来交换的,只有通过市场完成交换过程才能实现商品的价值和使用价值。因此,企业的一切经营活动主要围绕市场来进行,根据市场需求决定商品的供给,根据市场需求决定生产什么、生产多少等经营活动。

为了使企业根据市场经营商品的活动能够顺利进行,商品市场被逐步放开,企业的生产经营决策权被逐步由政府下放到企业,从而形成了下放国有企业经营权的改革主线。虽然在改革过程中也存在市场开放程度不足,特别是要素市场开放滞后的缺陷,以及政府下放经营权不彻底的弊端,从而使企业往往倾向于“一只眼睛盯市长、一只眼睛盯市场”,但毕竟在企业的商品观念和市场意识逐步强化之中,企业经营商品的行为取代经营计划而处于主流地位,商品经济深入人心,商品经营深入人心。

## (二) 由商品经营到资本经营:企业经营理论和实践的第二次突破

1992年邓小平同志南方谈话和党的十四大之后,我党肯定了经济体制改革的目标模式是建立社会主义市场经济体制,从而实现了社会主义经济理论由商品经济到市场经济的

又一次质的飞跃,也开始了企业经营理论和实践由商品经营到资本经营的转变和突破。

市场经济比商品经济的进步性在于,在市场经济条件下,要求市场在资源配置中起基础性调节作用。这就必然要求国家不仅要放开商品市场,而且必须在更大范围内放开商品市场的同时,大力推进要素市场的建设,特别是资本市场的培育和发展。资本经营在市场经济条件下必然要走向企业经营的前台,成为企业经营的“重头戏”。

如前所述,所谓资本经营,或者说经营资本,就是企业本身或者其部分资产作为一种“商品”在资本市场上进行买卖的活动,它包括投资银行的策划、融资,企业的兼并、收购,产权在不同经济主体之间的流动等一系列活动,而所有这些资本经营行为都是在资本市场上进行的。

资本经营成为现代市场经济条件下企业经营的重头戏,是由市场配置资源的原则决定的。市场配置资源要求各生产要素在国民经济各类行业和企业间流动,在流动中达到资源配置的动态优化。要素流动的综合形式便是企业的买卖。

市场经济下的资本经营与传统的国有产权制度是矛盾的。产权制度改革是市场经济绕不过的门坎,也是企业开展资本经营绕不过的门坎。因此,资本经营对企业这种特殊商品的买卖,实际上就是对企业产权的买卖,在产权的买卖中实现产权的流动。这便要求产权的清晰,要求产权主体的明确。在企业产权边界模糊和产权主体虚位状态下,企业产权的易主从而企业的买卖是难以操作的,而且将伴随难以估量的高额交易成本。我国国有企业产权改革成为继下放经营权之后的改革主线并不是个别理论家的突发奇想,而是顺应现代市场经济要求的必然产物。

目前,资本经营在我国方兴未艾,还有许多理论问题和认识问题需要探讨,更需要各方面采取更加积极的措施来推动资本经营的进程。但是,可以断言,随着改革的不断深入,资本市场的完善和规范,企业的资本经营将会在更大范围内广泛地开展起来,企业资本经营的时代已经到来。

为了避免误解,在这里有必要指出,企业经营突破商品经营的局限而转向资本经营,并没有否定商品经营存在的合理性,也没有取代商品经营,正像市场经济没有否定商品经济,没有取代商品经济一样,它们是相互并存、相互支持的。但是,企业经营在经营资本上的突破,拓宽了商品经营的范围和视野。

## 二、资本经营与资产重组

资本经营与资产重组通常是被当成同一概念使用的。但实际上要严格区分的话,资本经营与资产重组是有区别的。资本经营是一个企业经营战略的概念,其结果可以带来资产的重新组织,即资产重组。一个是企业经营行为,一个是宏观上的结果。也就是说,资产重组与资本经营相比较,更具有宏观概念的属性。但资本经营确实在现实中是通过资产重组而实现的,因而这两个概念也可以相互替代使用,只是有时偏重点不同而已。或者说,资本经营与资产重组的同一性远远超过其差异性,因而可以当作同一概念来使用。

这里有一个问题需要讨论,这就是资本经营与资产重组在我国的差异问题。在我国,目前的资产重组有两种方式:一种是行政划拨,即国有企业的资产通过划拨而实现重组;另一种是市场交易,即通过资产与企业的买卖而实现重组。很明显,目前我国资产重组方式中的后一种才属于资本经营,前者

并不是严格意义上的资产重组。从这一方面来看,资产重组这个概念似乎比资本经营所包含的内容要广泛。但是,因为资产的行政划拨实际上并没有发生根本性的产权变更,而是属于同一所有者内部的不同层次的所有者的权利的重新调整,所以行政划拨也不算作严格意义上的资产重组,是同一所有者资产的投资方向的调整,属于投资领域的概念。因此,撇开行政划拨这种资产重组的方式,可以看出,资本经营与资产重组是可以当作同一概念来使用的;资本经营是指资产或企业的买卖行为,资产重组也是指资产或企业的买卖行为。

### 三、资本经营的存在基础

谈到资本经营的存在基础,一般都认为主要是指完善的产权制度与发达的市场经济。其实,这只是资本经营存在的体制基础,资本经营的直接存在基础是生产经营。或者说,资本经营与生产经营是企业密不可分的两种经营行为。

首先,生产经营是资本经营的存在基础。这是因为,一个人之所以能卖出他所拥有的资产或者企业,是因为他所卖出的资产与企业对买者来说有用,即能帮助买者创造利润。如果他所卖出的资产与企业没有创造利润的功能,那么他是不可能卖掉的。同时,一个人之所以要买别人的资产或者企业,是因为他所要买的资产或者企业,能够给他带来利润,否则他是不会去买的。也就是说,资产与企业的买卖能够存在的直接基础,是资产与企业能够带来利润。然而,资产与企业要能够带来利润,那就必须将这些资产与企业投入生产之中,也就是进行生产经营,因为生产经营才能创造财富,才是利润的源泉。因此,生产经营是资本经营存在的基础。离开了生产经营的资本经营,只会产生泡沫,实际上并不是我们所讲的资本

经营。

其次,资本经营是生产经营扩张与发展的必要条件。生产经营虽然是资本经营的基础,但是生产经营同样离不开资本经营。这是因为,离开了资本经营,生产经营所形成的无形资产就无法转化成为有形资产;离开了资本经营,生产经营就不可能迅速地扩张规模,有效地按生产经营的要求实现资产重组;离开了资本经营,生产经营就无法按照市场的变化调整自己的产业结构与产品结构,保证自身资产的高效使用;等等。总之,离开了资本经营,生产经营就不可能扩张与保持高效益地发展。因此,生产经营也离不开资本经营。

上述分析表明,资本经营与生产经营是不能割裂的,更不能用一个代替另一个。因此,在资本经营与生产经营的关系问题上,有两种倾向需要防范。

第一,强调资本经营而忽视生产经营,把资本经营变成了“空手道”,易于使经济泡沫化。如前所述,资本经营是极为重要的,但它必须以生产经营为基础。这是因为,不论是企业购并、股权(或资产)置换、资产重组,还是项目融资,所改变的只是资源流动和配置状况,本身并不创造任何产品和财富。毫无疑问,为了提高资本价值的增值水平,企业在经营过程中,需要根据具体的条件,调整资本投向、资产结构、经营对象等,因此,运用收购合并、股权置换、资产重组、项目融资等机制是必要的;在企业对收购合并、股权置换、资产重组、项目融资等机制知之不多的条件下,强调这些机制在资本经营中的作用,也是必要的。但是,这绝不意味着可以把企业的生产经营活动置于“资本经营”范畴之外,可以将收购合并、股权置换、资产重组、项目融资等置于企业生产经营活动之上,可以鼓励企业轻视(甚至放弃)物质财富的投资、生产、交换活动。因此,

对于资本经营活动来说,尤其是对购买资产的企业来说,关键的问题并不在于购并目标企业能否以较低的价格获得其资产,而在于是否拥有技术、管理、产品、市场等方面的优势。拥有这些优势,即便按等价交换规则收购目标企业的资产,购并后的营运也能获得成功;缺乏这些优势,即便无偿获得了目标企业的资产,购并后的营运也可能失败。因此,应提倡和鼓励的是,购并企业利用技术、管理、产品、市场等方面的优势来展开购并、重组,以促使企业营运方式的市场化和市场竞争力的增强。也就是说,资本经营以生产经营为基础。尤其需要强调的是,盲目强调资本经营而忽视生产经营,最终会使人们产生误解,似乎中介机构都可以创造财富,把资本经营看成是企业的唯一经营活动。实际上,中介机构本身不创造国民财富。证券商等中介机构推进企业购并、资产重组等资本经营活动的展开,一方面有利于增加服务项目、商业机会和收益来源;另一方面,有利于促进资源的流动和有效配置,但它们本身并不创造任何真实的财富和产品。如果众多的工商企业放松了对财富创造和产品生产的经营管理,则不仅企业的未来发展将面临严重的威胁,而且国民经济运行将失去财富基础。在企业购并、资产重组中,对证券商等中介机构来说,只要企业购并实现了,资产交易成交了,该项目也就成功了;而对当事的工商企业来说,这仅仅是资产调整 and 经营调整的起点,购并、重组是否成功,还有待日后经营结果的检验。因此,其收益不能简单用购并、重组中的资产数字变化来计量。对任何一个工商企业来说,主营业务只能是生产经营,它们的主要经营方式也只能是以产品生产为中心的采购、生产、销售等。在经营过程中,以企业购并、资产重组为特征的资本经营,只是在相关条件成熟时发生的活动,不可能成为日常性的业务。



因此,将主要精力放在这种资本经营上,一方面机会成本极大,另一方面也影响生产经营的展开,将直接影响企业的经营成效和竞争力。

第二,强调生产经营而忽视资本经营,把资本经营看成为“歪门邪道”,约束了生产经营的高效益扩张。如前所述,资本经营是生产经营高效益持续发展的重要条件,生产经营的发展离不开资本经营。但是受计划经济的长期影响,一些企业传统的经营管理仍未得到根本的改变,还存在重生产经营、轻资本经营的经营理念。在这种条件下,强调资本经营,促进企业经营理念的转变,具有重要的现实意义。一是资本经营要求企业将经营理念从产品转向资本,要求企业重视技术更新、产品换代、需求变化等市场动向,及时调整技术结构、产品结构和市场结构,用最有效的手段来保障资本价值的保值和增值。二是资本经营要求企业将资产理念转向效益理念,要求企业以提高资本效益为筹募资金和使用资金的基本准则,以实现资本价值运动的本质。例如,利息对利润的扣除,只有在利率低于资金利润率条件下,借入资金才有利于企业利润率的提高。因此,在利息率高于资金利润率条件下,应尽量减少负债,努力增加资本性资金。三是资本经营要求企业将权益理念贯彻于整个经营之中。资本价值在投入企业以后,转化为各种生产要素,其中劳动力作为可变资本的实体存在形式,只是一部分资本价值的转化形式,其数量、结构和调整,既要符合技术规定,也应符合资本的价值增值要求,因此,没有理由只维护可变资本的权益,不维护不变资本的权益,更不用说,不变资本的数量通常远大于可变资本。资本是企业营运的担保性财产,经营风险最终由资本承担,表现为资本价值的减少,为此,维护资本权益也应放在首位。