

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。

企业资本结构是指企业的权益负债比。企业的资本结构与企业市场价值关系的理论，可以从事实中得到证实。现实中的企业都在花费相当多的精力研究制定企业的筹资政策，与企业市场价值存在着密切关系。企业由于所处的行业、规模、经营阶段的不同，存在着不同的资本结构，不同企业即使处于同一行业也具有不同的资本结构。企业的资本结构并不呈随机分布，而是具有一定的规律性。

（二）企业市场价值的影响

企业可以有不同的资本结构，但不同性质的企业和不同经营状况的企业，各有一个最佳的资本结构。所谓最佳的资本结构就是这种资本结构对应的企业市场价值最大，可以证明企业的最佳资本结构，在一定条件下是唯一存在而且是稳定的。

在现实中，企业最佳资本结构是一个区间、时间值，资本结构要在这个区间波动而不会影响企业市场价值。在市场条件下，只要市场完全有效，当企业资本结构偏离最佳资本结构区间时，市场机制的作用会促使企业自动回到最佳资本结构区间来，因为只有在这个区间的资本结构的企业市场价值最大。当市场机制不健全时，企业制度化结构和内部机制不合理，企业自身缺乏对来自市场信号的反应灵敏性，而且企业内部也难产生出动力要求，此时，很难自动实现核心企业资本结构的结果。所以，必须对市场的完善和企业自身的改革同时提出要求，只有当两者条件都成熟时，才能形成上述机制。

企业资本结构是企业多种内在和外部因素共同制约和影响的结果，能将市场外部环境和企业内部条件的互动影响综

合起来，内化成一种比较稳定的资金结构，来规范、约束企业的融资行为和投资行为。企业的全部活动可以概括为融资、投资和经营三大活动，而融资即形成资本结构，制约并影响着投资和经营两大活动。企业负债比上升，预示着企业具有较好的投资项目，说明企业处在较好的经营阶段，从而预示着企业具有较好的未来预期收入。这种符合规律的客观反应，给投资者以信心，吸引投资者对企业进行投资。另外，不同的企业资本结构能对企业产生不同的激励和约束作用。因为不同来源渠道的资金，所有权是不同的。这种不同的所有权，对企业利润分配的要求不同，对企业的控制程度不一样，从而对企业的投资行为、经营行为以及企业的发展战略产生不同的影响和约束，有利于企业行为的规范。

企业资本结构的上述特性，以及同企业市场价值具有紧密的内在联系，所以用企业资本结构来作为评价和度量企业价值的一个重要指标，能从一个方面得到提示，显示企业价值的内在基础和构成要素，因而具有一定的科学性和客观性，用它来评价和度量市场价值可以减少主观性和随意性。

（三）企业市场价值的理论体系

企业市场价值有一个完整的体系。

企业市场价值的概念体系。企业市场价值，第一次在本书中作为一个完整的概念被提出来。在所有与价值相关的概念中，企业市场价值是一个核心概念。首先，企业价值、企业交换价值、企业帐面价值、企业市场价值构成了这个概念原核中的密切概念群，所有的概念都是从这里派生和演绎出来的。其次，与企业市场价值相关的直接因素：企业资本结构、企业代理成本、企业治理结构、企业信息分布、企业组

织体制，这些是直接与企业市场价值相联系的概念。

企业市场价值是一个全新的概念，具有一个全新的理论体系。

企业市场价值是一个企业在市场上表现出来的价值。企业市场价值是市场经济发展的产物，企业市场价值的“价值量”只有在现代企业制度已经完善、一个企业可以作为一个整体在市场上进行买卖时才会出现。在简单商品生产阶段，在市场上仅仅能够对一般简单商品进行买卖，作坊和工厂仅仅是一个生产单位，是不能也不可能出售的。在对企业市场价值进行评估时，由于评估人的需要、偏好及判断能力的不同，企业的市场价值会呈现出不同的价值水平。但是，如果将企业完全放置在市场上，企业价值就会具有客观性，这个客观性来自于市场，评价企业价值具有了市场的标准。这种由市场决定的企业价值的社会性和客观性，使我们有可能制定一套客观的被社会所认同的标准来进行评价和测量。

企业的市场价值是市场经济的产物和重要概念。企业市场价值是指企业在收购和合并交易时的价值或价格，以企业的内在价值为基础，并受人们对企业未来的预期和社会供求关系的影响。在市场上，企业价值主要由企业未来的预期收益和获利能力、企业的创新能力、企业创造稳定净现金流的能力和企业抗风险能力等因素所决定，这些因素构成企业市场价值的决定因素。从另外一个角度来看，企业的市场价值同时受企业定位、企业核心资产、企业资本结构和企业制度创新等因素的制约和影响，这些因素构成了影响企业市场价值的重要影响因素。

以企业市场价值为核心概念，大致可以形成企业市场价

值的原核概念群，包括企业价值、企业使用价值、企业交换价值、企业帐面价值、企业市场价值这一系列概念。这些概念一般从价值的一般形态上进行论述，对从概念到扩展概念的概念群作层层的分析，论述企业市场价值与一般价值形态的异同点。以企业市场价值为核心概念，还可以对决定和影响企业市场价值的企业内部的核心因素进行分析（可以称之为关系概念），包括企业资本结构、企业治理结构、企业信息分布等影响因素。

企业在市场上作一般价值的运动，是市场经济发展的必然结果。在充分发育的市场上，各种市场要素自由流动，市场是配置资源的基础性工具，企业也就同其他任何商品一样，具有价值的一般形态。企业具有价值，是因为在企业这个综合物里，凝结着一般人类的劳动。企业具有使用价值，是因为企业能具有带给人们某种效用的属性。

企业同样也具有交换价值。将企业放到市场上作价值的运动时，受供求关系的影响，企业在市场上表现出来的市场价格是不一样的。由于企业毕竟与一般的商品不同，因此，对企业的估价就会变得很复杂。因为，在市场上企业除了同一一般普通商品一样具有价值的一般属性以外，还受一系列因素的决定和影响。

这些决定因素和影响因素，使得在考虑或者评估企业市场价值时，除了必须对企业的市场形态要作市场的评估以外，还要综合考虑企业的内部资本结构、企业的获利能力、企业的抗风险能力、企业的创新能力，以及影响企业市场价值的诸多因素，比如，企业的多方面定位、影响企业市场价值的宏观经济因素、企业的核心资产、企业的价值构成、企业的

战略选择、企业的制度创新，这些多方面的因素对企业市场价值构成了全方位的影响。要正确衡量企业市场价值，毫无疑问，就必须充分考虑这些多方面因素的影响。

（四）企业市场价值理论的现实意义

用企业市场价值的客观性标准来衡量现实中的企业，无论是对于市场经济较成熟的国家，还是向市场经济转轨的国家，都具有不可替代的意义。对于转轨国家的企业的意义也许更大，因为那里的国家都面临着一个共同的任务——市场化改革，那里的企业将根据优胜劣汰的原则，转变为市场体制下的企业。企业市场价值客观性原理，对于改革所涉及到的政府和企业来说，其意义就在于，在市场上形成的企业市场价值是唯一真实的价值。

对于转轨社会的政府来说，过去单纯靠政府投入形成的企业，现在必须使他们走向市场。在市场上，所得出的企业价值是企业过去形成的真实价值，即使政府在企业身上投入了巨额资金，在账面上已经具有了可观的资产，但是政府投入和企业现有账面资产只能说明企业消耗的物质财富，账面价值绝对不是企业市场价值，企业的市场价值到底有多少，只能由市场来进行衡量。俄罗斯和东欧国家在出售国有企业时对企业进行价值评估采取的都是市场标准，因此，有些国有企业尽管在账面上有上亿元的资金，但是按照市场价值来衡量却极其低下，有的净资产甚至为负数。

政府的所有改革措施中，最有效的措施是市场，将该退出的企业退出，政府不能有任何盈利行为，政府不能靠国有企业来获利，政府投资于企业（实际上是否真的为企业还是个问题，因为政府投资的是公共福利）的目的，是为了弥补

民间资本投资的趋利性行为导致的领域空白，避免损失公共福利。因此，从改革的角度来看，制度变迁的目的是国家从一切竞争性领域退出，国家即使有投资，也是不能计算市场价值的。企业市场价值应该单纯地是民间资本的事情。

对于向市场经济转轨的企业来说，企业经营的目的是为了提高企业的市场价值，企业经营成功的唯一标准是企业市场形成的市场价值。一个企业从企业定位、选定项目到出售产品和劳务，都必须始终以市场价值为衡量标准，能够提高企业市场价值的行为就是符合企业经营方向的行为，一切不利于提高企业市场价值的行为，就应该坚决舍弃。同时，企业市场价值在市场上始终向企业提供导向信息，对经营者进行不断的市场激励和责任约束。由于经理市场的存在，以及包括股票选择权在内的内部激励机制的激励，促使经营者努力提高企业市场上的价值。

企业市场价值是一个时段上的价值量，超出时段后，企业市场价值就会发生变化。这给企业经营提出了新的要求。在出售企业时，卖出者要选择最高的时点卖出，买进者则要选择最低点买进。在分析企业市场价值时，充分考虑企业市场价值形成的社会历史因素无疑会有利于总结经验，提高经营水平。

企业市场价值的上述特性，使得我们能够对其作深入的定性分析。而企业创造未来收益能力的大小，满足社会某种需要能力的大小，对社会贡献能力的大小，这是企业市场价值的量，可以进行度量，这个量在市场上通常表现为一定的价格。

企业市场价值除了可以定性分析和定量分析外，而且还

具有方向和制度意义。

企业市场价值理论能够变革、规范和导向企业行为，引导企业从传统的产值利润效益管理转到价值创造和战略管理的更高层次。价值创造和战略管理，要求企业必须实行完整的信息决策、动态决策和动态管理，不断调整和修订企业的发展战略，不断寻找和确定企业的关键价值驱动因素，对外不断发现和捕捉市场机会，对内不断了解在企业各层次的经营管理中，哪些对企业市场价值影响最大，哪些结构调整会对企业资产的出售、重组以及收购等重大交易产生重大影响，从而释放企业内部蕴含的价值，使企业市场价值不断得到提高。

企业市场价值是个效益指标，企业的经营成功与否，其唯一的指标是企业市场上的价值。只有企业市场价值的效益指标才是企业的唯一效益指标，企业市场价值不高的企业，即使企业内部的各项效益指标再高，也是脱离市场效益的指标，收益也仅仅是纸上的效益，而不是实际的效益。

企业市场价值是个功能指标。其他的企业内指标都必须服从于市场指标，没有市场价值的所有财务指标都是不完全的。向企业市场价值这个终极指标看齐的各项过程指标，由于是按照市场进行模拟的，具有市场的信息可比较性。只有具有较高市场价值的企业才能具有较高的功能价格比，企业各项财务指标才能够具有评估企业价值和效益的功能。因此，实现企业各项指标的功能，只有将企业各项指标按照市场价值的要求作功能涉及，才能够完善价格功能体系。

企业市场价值理论对于从计划经济体制向市场经济体制转变的国家来说，具有制度意义。

从内部经营管理体制来看，企业要从纯粹的成本管理中解脱出来，要以企业市场价值指标来衡量企业的经营业绩，分析企业的成本构成。更要从单纯的企业的资产损益计量中改变过来，明确市场价值是唯一的企业度量指标。没有市场价值的企业，其账面价值再高，也是徒劳的增值，而且企业增值越高，对企业和国家的损失就越大。

从制度创新的角度来看，企业市场价值引导了企业制度的变革和国家管理体制的变革，为改革指明了方向。企业市场价值理论为国家彻底转变职能和方式，提供了努力的方向。

在评价企业市场价值时必须充分考虑影响企业市场价值的因素，这些因素是多方面的。企业资本结构由多种因素决定，有其内在的形成规律和作用机制。在市场上，企业资本结构受多种因素的影响。对这些因素的分析，直接关系到企业市场价值的增值和优化。

产业性质不同，企业资本结构就会不同。特定的产业决定企业的长期发展态势和前途。当企业所在的产业是公用事业，垄断行业或特定时期的资本密集型行业时，由于产业生存发展空间大，市场前景好，利润率较高，人们对这些企业也有较强的信心，因此这些产业的企业敢于多负债，而且多负债可以扩大效益，使企业价值提高。正是这种产业性质的作用，使得一些公用事业、航空事业、房地产业以及带垄断性的资本密集型产业的企业，大多呈高负债比的资本结构。另外一些产业，如广告行业、饮食行业、制药行业等，由于所需资本不多，市场生存空间有限，未来收益预期波动较大，利润不高，企业为了减少风险，防止效益分流，降低企业价值，往往不愿多负债，因此这些产业里的企业大多呈低负债比的

资本结构。

企业的技术水平不同，也将导致企业的资本结构不同。企业的技术水平高，一方面将导致企业资本有机构成提高，使企业必须多负债。另一方面，企业的技术水平高，使得产品的技术含量增高，附加值增大，企业未来的预期看好，多负债可产生企业的快速扩张，使企业具有多负债的需要和可能。反之，企业技术水平低，将导致企业资本有机构成低和产品附加值低，促使企业降低负债。因此，技术水平高的企业，往往具有高负债比的资本结构，技术水平低的企业往往具有低负债比的资本结构。

一般情况下，企业负债与企业规模成正比关系。企业规模越大，负债比例越高；企业规模越小，负债比例越小。特别是处在规模运行阶段的企业，此时企业经济效益处在最佳状态，只要市场容量大，此时扩大生产就可扩大效益，在企业最佳规模状态时，多负债具有扩大效益的作用。因此企业的规模效益会促使企业具有高负债比的资本结构。

企业的经营状况也是影响企业资本结构的重要因素。当企业处于盈利和上升阶段时，企业的负债会自动增高。一方面银行会主动找这样的企业贷款；另一方面，由于负债是一把双刃剑，在企业经营状况好的阶段，高负债会扩大企业效益，实现企业快速扩张，也会使企业合理避税，减少上缴税款，因此它会促使企业建立高负债的资本结构。相反，企业经营不好时，由于负债双刃剑的作用，会使企业的负债率下降，企业呈现出低负债的资本结构。

资金的成本风险特征也是影响企业资本结构的重要因素。不同渠道的资金，具有不同的成本和风险，在企业资金

来源组合中，自有资金、贷款、债务、股票等的资金成本和风险差异很大。成本高、风险大的资金，企业会慎用少用；成本低、风险低的资金，企业会多用。由于资金成本和风险的约束，使得企业在使用不同渠道资金时会慎重考虑其选择，从而使企业呈现出不同的资本结构。

企业无形资产的拥有情况对企业资本结构也具有很大的影响。具有较高无形资产的企业，在市场和银行中的信誉也较高，因此，无论是发行企业债券，还是找银行贷款，或是上市发行股票，都较无形资产较低的企业容易，而在贷款和上市的选择中，又以贷款投资方式为较优，因此，客观上为企业多负债提供了条件，故有较高无形资产的企业多呈高负债比的资本结构。上述因素的作用使得不同的企业，同一企业的不同经营阶段，不同规模和技术水平的企业，具有不同的资本结构，不同的资本结构又影响着企业的价值，因此企业必须选择使企业市场价值最大的最佳企业资本结构。

随着市场经济体制的建立和市场机制的完善，企业这个最富有创新活力的组织也日益表现出鲜明的商品属性。无论企业大小，都和商品一样，各自都有其内在价值，同时也都具有各自的市场价值，都可以在市场中进行买卖。在对企业这个组织进行深入研究的过程中，我们可以发现，企业价值有着重要的市场特征，具有深远的理论意义及实践意义，是衡量企业绩效的最佳指标，更是一个企业成功与否的关键。80年代以来，人们开始在实践中大量运用这一新的企业理论，围绕企业的发展和竞争，进行了许多卓有成效的企业改制和并购活动。随着国有企业改革的深化，对企业价值理论作深入的研究，其现实性和紧迫性就显得更加突出了。

在改革开放的过程中，企业市场价值理论逐渐被人们所认识。1991年，中国经济开始进入年增长率10%以上的高速发展轨道，香港中国投资对策发展有限公司利用国内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，低估企业市场价值，先后以合资、控股方式收购了约200多家国有企业，然后经过短暂的结构调整和经营、包装，对企业资产存量进行重组，并引入资金和技术，上马新项目，推出新产品，产生协同效应，被收购企业的市场价值快速提高，随后将被收购并提高了市场价值的企业的股权，纳入该公司海外控股公司名下，在海外上市融资。接着将海外上市筹集到的资金又投入到国内，实行滚动收购，收购市值被低估的企业。“中策现象”给我们留下了深刻的启示，促使我们思考企业的价值由什么决定，企业价值怎样去准确度量而不被低估，怎样才能提高企业的市场价值等一系列问题。

我国的国有企业，绝大多数都是在计划经济体制下建立和发展起来的，在这种传统体制下成长发展起来的国有企业，除了不具有企业的一般特征以外，还具有许多特殊性。这些特殊性首先表现为人们的思想，特殊的组织形态，特殊的企业功能结构和特殊的企业行为方式。企业表面上是一个经济组织，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构具有很强的同构性。企业目标的多元化和企业功能的泛化，使企业成为一个小社会和单位组织，其触角已经延伸到社会各个领域，表现出明显的社会性、非经济特征和非价值取向。由于国有企业的上述特点，使得国有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符

合经济规律，更不构成价值的创造和增值，而是偏面追求产量、产值最大化，追求企业福利最大化和企业等级行政化。盲目投资，重复建设，追求无价值的固定资产增殖保值，造成宏观上资源配置的巨大浪费，微观上绝大多数国有企业活力不足，效益低下，企业价值不高。经济体制改革后，我国确立了市场经济体制的改革方向，市场机制开始在各个领域发挥作用，国有企业必须全面走向市场。在走向市场的过程中，企业自身已成为商品，并且具有内在价值和市场价值，而且可以进行买卖交易。当一个企业的市场价值很低甚至没有市场价值时，企业的经营也就没有意义，此时盲目进行固定资产投资，只会造成资本的浪费和资源配置的无效。

在市场经济条件下，企业必须树立企业市场价值的观念，正确认识、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。企业作为商品已进入市场并开始整体或分项出售。由于有的企业市场价值高，能够在市场上以高于企业固定资产净值的几倍甚至十几倍出售，有的企业市场价值低，只能以等于或低于企业固定资产净值出售，甚至还无人购买。这一现象告诉我们，企业市场价值不仅是一个极其重要的概念，而且应该成为企业行动的目标。

中共十五大报告指出，国有企业改革必须建立现代企业制度，实现制度创新。必须探索公有制的实现形式，从战略的高度对国有企业进行股份制改造，通过兼并、收购、破产、组建企业集团等形式，实现国有企业的重组。而要进行上述改革，首先必须搞清楚一个企业到底有多少资产，负债和净

资产有多大，而且这些资产要按照现值和市场价值进行评估，而不是现在一般所采用的固定资产原值和净值的概念，否则，不是造成国有资产的流失，就是造成企业并购中的资产不公平分配和占有，使国有资产所有权权益遭到侵害。

以上情况足以说明，尽快提出企业市场价值概念，深入研究企业市场价值理论和规律，是社会主义市场经济的必然要求，是国有企业改革的迫切需要，具有重大的理论意义和巨大的现实意义。

二、帕金森率与政府政策选择

在莫迪利亚尼和米勒提出了著名的 MM 理论两年之后，英国政治学家和历史学家帕金森提出了著名的帕金森率，用自己的名字命名了“帕金森率”，并且出版了专著。帕金森以历史学家的眼光和政治家的批判精神，深刻分析了行政体制运行中的种种弊端，提出了面向市场经济体制进行行政体制改革的思想。

帕金森率是一个“铁率”，在这里，帕金森论证了行政体制必然膨胀的客观规律性。行政机构之中，行政人员有逐渐膨胀的趋势，行政机构有人为地制造工作量的必然性。这位历史学家生动地描绘了这样一个过程是怎样发生和进行的。这里有两个方面的因素。一方面是行政人员伴随着组织体的膨胀有不断增加的趋势，这是一个不可移易的规律；另一方面，作为行政组织中的员工由于人类自身的弱点在行政组织中的集中表现，必然出现官僚主义，制造工作量。作为一种内生的力量，官僚主义必然加速行政组织的不断膨胀。这两个方面的相互作用，形成行政组织必然增长的“定律”，难以

超越。

最为重要的是这样一种行政体制在决策和执行中可能导致的效益损失。行政组织体自身的弊端具有不可超越性，行政组织体内人员的扩张规律大大增加了行政工作部门的工作成本，导致机构工作效率的不断递减。

帕金森率作用下政府组织的效益损失是从不同的方面展示出来的。行政机构的增加，既增加了政府工作的成本投入，也降低了行政事务传递过程中的周转率。因为增加了人员和工作机构，必然增加更多的费用。同时，由于行政部门的链条增加，政府部门的工作效率大打折扣，官僚主义因此而呈现出不断上升的趋势。

政府作为一种组织，一旦产生，就有其自身的运动规律。首先是人员和组织的递增规律。政府作为一个组织体，从产生之日起，就具备体系内部的复制性和扩张性。组织体自身的不断复制和扩张，是所有生物体的绝对发展规律。因此，政府组织从一产生开始，就必然会呈现出不断扩张的趋势。

政府的扩张必然会减少行政工作的效率。

首先，人员和组织环节的增多，增加了程序运行的链条，行政运行速度减慢，政府工作效率降低。一件工作一旦放进行政工作部门，就由既有的行政程序按部就班地往前推进。如果行政程序简明扼要，行政部门处理事务的能力就较强，工作效率会提高；如果行政程序纷繁复杂，行政部门处理事务的能力就变弱，工作效率就会降低。

其次，扩张后人员和组织的排异性和不兼容性，形成体制内的矛盾和冲突，降低政府工作效率。组织扩张以后，组织之间在一般情况下都会出现衔接和协调上的困难，这是属