



对“资本经营”之审视与批判

龚凯颂

一、“资本经营”来历不明

(一)“资本经营”的兴起与质疑相伴

在我国,“资本经营”(类似的概念还有:资本运营、资本营运、资本运作、资本重组、产权重组等,不一而足)概念兴起于20世纪90年代初,并一下子成为非常时髦的概念,甚至同新经济热潮中的“互联网”等观齐名。当时,它是作为与“生产经营”相对应的概念在我国传播并流行开来的。在“资本经营”者的眼里,这是企业经营的最高形态,而“生产经营”和“资产经营”等而次之,不会搞“资本经营”的话,则会被人讥笑为时代的落伍者而“嗤之以鼻”。今天,互联网热潮已退去了,然而“资本经营”的概念依然盛行,特别是在上市公司中已成为主要经营活动了。可是,“资本经营”真的有鼓吹者们所描绘的那些神奇功效吗?如今,结局已人人皆知:那些只顾热衷于“资本经营”的企业,不是灰飞烟灭,就是苟延残喘了。

其实,自“资本经营”诞生那天开始,并不乏质疑之声,可惜这些逆耳直言,声音太弱小,很多人听不进去或根本不愿意听(更深层的原因可能是,虽然搞垮了企业,但个别利益集团却可以合法地“中饱私囊”),以致主张“资本经营”的人占了上风,至今仍然大行其道,执迷不悟。正因为如此,我们觉得很有必要对“资本经营”进行仔细和深刻的反思和检讨。

(二)“资本经营”的理解似是而非

虽然“资本经营”可以天天挂在嘴上,可使用这个概念的企业家和学者对其并无一致的看法;以致对“资本经营”的理解和认识一直是五花八门,一片乱哄哄的景象。不过,有一点是所有使用这个概念的人都同意的——“资本经营”不是生产制造、库存管理、产品营销、市场开拓、品牌创建等等这些

传统意义上的企业经营活动，而是着重于企业资产负债表右边——资本项目下的活动，比如上市、融资、企业并购、债务重组和管理层收购(MBO)等等。说白了，“资本经营”就是利用资本市场，通过“买卖”企业和资本而赚钱的经营活动。

实际上，这个概念是中国大陆企业界和学术界的创造，西方没有这个概念。如果一定要在西方的概念中找个最接近的，应该是兼并与收购(并购)了。然而，“资本经营”的概念在外延和内涵上却比并购要宽，因为它除了包括企业并购和整合外，还包括通过上市融资和出售企业从而盈利的活动，尽管这样，企业并购仍然是其核心和基础。另外，“企业并购”的概念在中文语境中，与英文的Merger and Acquisition也并完全一样，中文“企业并购”往往同上市、融资和套现等目的连在一起。所以，很多的中国企业家经常把“资本经营”和“企业并购”这两件事连在一起，不分彼此。可见，“资本经营”不过是企业上市、融资、并购、债务重组和MBO等活动的一个统称罢了，实在没有什么新的内涵。

“资本经营概念目前还处在混乱状态，或者纯粹错误；或者失之片面；或者流于空洞。各个企业依据自己所理解的‘资本经营’概念来开展资本经营；各个学者依据自己所理解的资本经营概念来写作著述。结果是似是而非，以讹传讹，于理论升华无益，于经营实践有害。美国哲学家罗杰斯(William Barton Rogers)说：‘给我们造成麻烦的不是我们不知道的东西，而是我们已知的东西原本不是这样。’”(王明夫，《资本经营论》)

二、揭开“资本经营”的真实面目

(一)“资本”的本义

资本与资产是两个完全不同的概

念，代表着完全不同的内涵。资产，英文为Asset，是企业用于从事生产经营活动而为投资者带来未来经济利益的经济资源，是企业进行投资的结果，财务会计在资产负债表的左边加以报告；资本，英文为Capital，是企业从事生产经营活动所需的资产的资金来源，是投资者(所有者和债权人)对企业的投入，企业通过筹资活动而得到，出现在资产负债表的右边，分为债务资本与(所有者)权益资本，分别归债权人和公司所有者(股东)——资本家所有，实际上是投资者的投资活动产生的结果。在财务管理中，有资本成本和资本结构的概念，其中的资本也是指债务资本与权益资本，与资产无涉。因此，会计学和管理学中的“资本”均指负债和所有者权益。需要说明的是，根据会计恒等式：资产=负债+所有者权益(=资本)，也只是表明两者在数量上相等而已，并非本质相同。

(二)“资本经营”：在资产负债表的右边“做文章”

有人可能说：“西方很多老板也是通过企业上市赚了很多钱的”。不对！那只是表象。他们上市赚的钱其实是产生于企业的高效率，是把企业一部分的高效率赚钱能力卖给新的投资者，而这种赚钱能力不是通过上市取得的，而是来源于卓越管理和技术进步。即使不上市，这些高效率企业的股东们也会一天天地赚钱，而那些低效率的企业，就是天天上市，它们的股东也赚不到钱！这是为什么呢？因为从财务管理角度看，“资本经营”仅仅是在资产负债表的右边“做文章”，实际上就是企业的筹资管理。

其实，且不说我们“资本经营”性质的并购，就是西方作为投资活动的并购也不一定能为股东创造价值！根据一项对美国在1995年至2001年上市公司所发生的并购案的研究(Business Week, 10-

14-2002 “Why Most Big Merger Don't Pay off?”)，有61%的并购没能给并购方的股东创造价值，反而使他们受到了损失——并购方股东一年后的投资回报率平均低于同行25%；如果加上那些给股东创造了价值的并购增值，收购方股东的整体平均投资回报仍低于同行4.3%，低于标准普尔500美国股票指数9.2%。然而，耐人寻味的是，被收购股东的平均回报率却比那些没有被收购的同行高出近20%。因此，一个具有讽刺味道的结论是：美国同行身上发生的“资本经营”，在很大程度上，与其说是给并购方创造了价值，毋宁说是给被并购方创造了价值。也就是说，从整体上看，买企业的人亏了，卖企业的人却赚了。然而，大家千万不要忘记：在大多数情况下，买企业的可是主动的一方。如果企业并购整合后的企业效率比并购前还低，我们凭什么让新的投资者支付更高的价钱来买？除非新的投资者比我们还不行。可是一门生意要是建立在别人不懂行的基础之上，那不就是骗子的行业吗？所以说这种建筑在企业并购基础之上的所谓“资本经营”——利用资本市场，把并购过来的企业，经过“包装”(整合)，再卖出去赚钱的想法，实际上也是天方夜谭！

(三)“资本经营”的庐山真面目

企业要经营下去，的确需要资本，但获得资本不是目的，而是要将资本转化为资产从事生产(服务)经营活动。企业家经营企业，“玩”的是企业(资产)，目标是要创造价值；资本家为企业提供资本，才“玩”资本，是想“钱生钱”，而且资本家的投资活动必须依赖企业家运作企业来创造价值，须知资本不会凭空增值，额外的钱也不会自动从天上掉下来！如果我国的企业经营者是明白上述这个道理的，却依然热衷于所谓的“资本经营”，那也不是明

知故犯?大量学者通过实证研究证明:这些企业搞资本营运,是为了“乾坤大挪移”——进行价值的转移、利益的重分配、大股东利益输送(剥夺小股东和债权人的利益)、掏空上市公司。这才是他们大搞“资本经营”的真实动机,也是他们的庐山真面目!

三、“资本经营”果真比“生产经营”高级?

(一)企业价值的源泉:资产负债表的左边——资产

企业的目标是创造价值,实现企业或股东价值最大化。从价值创造的角度看,资本需要通过资本所有者的投资活动和企业的筹资活动进入企业,在企业内根据选定的投资项目转化为资产(具体的经济资源),用于某种生产经营活动(这就是企业的资产经营活动)。这种生产经营活动创造出的产品或服务通过销售获得销售收入,扣除各项经营成本(其它要素应得的报酬)及政府税收后即为企业的回报。显然,只有企业的投资和经营取得成功,资本才能得到足够的回报。相反,得到的只是亏损。企业创造出的价值或损失,是以资本结构为依据进行分配或分担的。由此不难看出,资本虽然具有增值性,但本身是不能直接创造价值的,离开了企业的成功投资与经营,资本所有者的投资就不可能成功,更不可能增值。因此,对企业而言,不存在资本经营问题,因为它不创造价值(也不毁损价值),只是分配或转移价值的依据,也就不能称之为经营活动。

(二)“资本经营”必须为生产经营服务

为什么“资本经营”这个概念产生在中国,并且有这样广泛的影响?可能的原因有二:一是中国正处于从计划经济向市场经济转变的过程中,大批

低效率的国有企业将面临被兼并收购或破产的命运;二是中国的资本市场处于起步阶段,幼稚的投资者和不成熟的监管者,为投机者提供了一夜暴富的舞台。于是,新的生意概念——“资本经营”,随着特殊的商机和特殊的环境出现了。是呀,前苏联尤科斯事件的主角——霍多尔科夫就是通过收购低效率的国有资产,在短短几年就挤进世界级富豪的行列。这是多么让人兴奋的新“生意”!难怪有人把“资本经营”形容为是“高级形式”的生意:产品经营是一分钱一分钱地赚,企业经营是一角钱一角钱地赚,资本经营是一元钱一元钱地赚。实际上,搞纯粹的“资本经营”不可能真正“赚钱”,而仅仅是财富的再分配!因此,如果硬要把企业的筹资管理称为“资本经营”,也必须明确这种“资本经营”必须为企业生产经营服务,并不比它高级,更不是企业的目的。

有时,这种“资本经营”必然涉及资产这边。例如,“以股抵债”对上市公司而言,是债权(资产)与所有者权益(资本)同时减少,同时涉及资产与资本,但其本质却是大股东(资本的主人)想通过这种方式偿还其债务(对上市公司来说是债权),与企业的生产经营无关。此时,真实情况往往是用其不值钱的股权来抵销值钱的债权,侵害了其其他股东的权益,也侵害企业债权人的利益(资产减少了,债权人的利益保障程度就降低了)。因此,以股抵债只能认为是“资本经营”,而不是企业的生产经营活动!还有,许多关联资产收购行为虽然从表面上看与资产负债表左边有关,但实际上是打着“战略投资”旗号进行的资本经营,是典型的“挂羊头卖狗肉”,最后的结局很可能是搞垮上市公司!更具有迷惑性的是,一些企业打着产业整合的迷人招牌来掩人耳目,不断地并购企业,却干着“投资是为了

筹资”的勾当,注意力在于资产负债表右边,本质上也是“资本经营”,最终也是必死无疑的了。

总而言之,“资本经营”若不是为了生产经营,那就可以判断这种“资本经营”是有害的,如上述例子就是为“资本经营”而资本经营,只是在资产负债表右边打转转罢了,后果是不但不能创造价值,反而会因为巨大的交易成本以及掏空、贪污等导致企业价值不断地被消耗掉,最后气数尽了(价值消耗尽了),企业也就“归西天”去了。

四、案例剖析:资本经营高手,今安在?

当年那些“财技惊人”的资本经营高手,如今还剩下几人?亿安科技,曾是沪深两市第一只站上百元股价的“大牛股”,红极一时,引人注目,2001年1月17日以累计跌去100多元爆出新闻,成为首只跌幅超过100元的股票。随着亿安科技股价一路狂泻到最后崩盘,当事人罗成之流逃的逃,被抓的抓,经营资本的人终究被资本无情地玩了一把。象这样的类似事件,在资本市场不停地上演着,“前车之鉴”无人理会,“前赴后继”却不乏其人,总以为自己不是那个会倒下的人。可是他们都错了!远的,就不说了,且来看看这两年发生的三件“大案”吧。

(一)唐万新与德隆

德隆声名鹤起之后、名气正隆之时,有人曾以《战略德隆》为它歌功颂德,鼓吹其产业整合的战略思想;当德隆在2004年倒下,终于没有做成中国的通用(GE)时,又有人写出了《德隆内幕》、《德隆败局》、《解构德隆》等挽歌。对照这些书中的描写与总结,其成功是因为“资本经营”,其失败也是因为“资本经营”,真真应验了“成也萧何,败也萧何”,但因其最终失败了,我

们宁可信其败因是毫无节制的“资本经营”！按《解构德隆》一书中的分析，德隆的“资本经营”手法是，“并购——每股收益增加——股价上涨——增资扩股和债务融资规模增加——进一步收购不相关业务，企业规模扩张，每股收益增长预期增强——资信等级和股权融资能力增强”的循环游戏，德隆所谓“产业整合”的全部运作都是围绕“融资（增发、担保、抵押、质押、信用……）——并购形成更强大的融资平台——再融资进行更大的并购”的模式进行的，原来德隆一切的投资行为最后都是为了融资。离郎咸平质疑德隆不多久，资本市场醒悟过来后，德隆无法再融资了，就成了德隆的“不归路”。

（二）张海与健力宝

当曾经的“资本操盘手”张海在2002年运用“资本经营”的魔技，空手套白狼般巧妙地取得健力宝的控制权时，也许又有人要赞叹“资本经营”的神奇力量了。不过，且慢！当张海将健力宝作为进一步“资本经营”的本钱，对华意电器、湖北三环科技、西北化工等与饮料不相干的领域发起“资本经营”战役时，一一败下阵来，张海的信任度耗尽，终究被资本的真正主人祝维沙赶下了台，可惜另一个资本高手祝维沙也没有经营健力宝实业的能力，眼看健力宝一天不如一天，三水市政府终于忍不住出手接管了健力宝，然后又是一系列的资本运作，如今也难以预测何时能重现健力宝当年的辉煌。

（三）顾雏军与科龙（格林柯尔系）

我们不必去看、也不必去想2001年以前的顾雏军身上那些太多的谜团，2001年以后顾雏军之所为则历历在目。2001年10月，顾以3.48亿元收购科龙电器20.64%的股权；2003年5月，以2.07

亿元收购安徽合肥美菱股份20.03%的股权；2003年底，以4.18亿元收购江苏扬州亚星60.67%股份；2004年4月，以1.1亿元收购位于湖北的襄阳轴承29.84%的股份。其实，顾雏军收购转战每至一地，必然是顾氏控制下的上市公司分公司与顾氏私人公司两道并进；有责（如投资承诺）则上市公司担之，有利（如廉价土地，如银行贷款）则私人公司受之。在许多地方如华东，科龙体系甚至直接受制于顾氏的私人公司，向顾氏私人公司租地租房租设备，销售大权亦总揽于后者之手，是典型的通过“资本经营”巧取豪夺别人的利益。最后的结束发生在今年4月，科龙电器发布2004年度财报，显示全年亏损6416万元，和前三季度2.15亿元的利润总额相比，四季度巨亏2.79亿元，科龙现金也被宣称从不缺钱的顾掏空，科龙还欠了亿屁股债。科龙被毁在“资本经营”的魔掌之下，市场为之大哗。5月10日，中国证监会立案调查，粤、苏、鄂、皖四省证监局再对各辖区内的“格林柯尔系”公司展开稽查。如今，科龙换了新主人海信集团。

顾雏军、唐万新、张海，这些“资本高手”先后倒下了，他们的路径却惊人的相似，“投机——转型——扩张——危机——溃败”之路如出一辙。他们都过分看重“财务杠杆”（“资本经营”）的作用，而忽视了要做实支点（实业）。在这一过程中，“资本经营”成为他们放大机会的工具，但某种程度上，最后也是因为违背市场规律而走向不归路。让我们好好看看“资本经营”的“寿命”吧：德隆的产业整合闹了60个月，张海的杠杆收购玩了24个月，顾雏军舞了42个月。铁一样的事实告诉我们，只顾“资本经营”，不顾生产经营，这样的企业、这样的人，不管当时如何风光，照样完蛋，市场也不会留给他们太长的表演时间。可悲的是，昔日这些

“资本大鳄”、“资本玩家”在“资本经营”过程还因为以身试法，一个一个进了监狱，从“不亦乐乎”到“呜呼哀哉”，何其迅也！我们不禁要问：下一个会是谁？

五、结论：敲响“资本经营”的丧钟吧

我国市场经济已经历了20多年的发展，很多行业已接近完全竞争，资本市场也初具雏形。目前上市融资和各种方式的并购，已成为中国企业正常经营活动的一部分。可是“天下没有免费的午餐”，“资本经营”和企业并购同其他任何商业竞争方式和手段一样：仅有资本不行，还必须有坚实的行业基础，卓越的管理经验和专业技术。因为“资本经营”活动本身并不能为企业和股东创造价值！而能是那些提高资产使用效率的基本经营管理活动。正所谓：力不到，不为财！

其实，财务会计原理早已明白无误地告诉我们：资产负债表右边的资本项目只是左边资产的代表，企业效率（盈利和亏损）产生于左边资产的使用，反映在右边资本（净资产）的计算。因此，资本项目之间无论怎样移动，都不会影响效率的计算。所以，还是敲响“资本经营”的丧钟，使它成为一个历史名词，让我们更多地关注资产负债表的左边——资产吧！

最后，请记住：企业的正道是从“资本经营”回归生产经营！好好学习一直关注资产负债表左边的“联想与柳传志”、“海尔与张瑞敏”、“万向与鲁冠球”等“榜样”吧！是该把注意力和精力放在资产负债表的左边的的时候了！如此，中国幸甚也！■

（作者单位：中山大学管理学院
会计学系）

责任编辑 刘莹