

HZ BOOKS
华章经管

彩 · 图 · 本

产品运营是爬楼梯，资本运营是上电梯，
前者一代致富，后者一夜致富。

房西苑 著

资本

Capital 的 Game

游戏



机械工业出版社
China Machine Press

彩·图·本

资本

Capital 的 Game

游戏



房西苑
著



机械工业出版社
China Machine Press

本书跳出了资本家的立场并打破了西方投资学的框架，完全站在企业家的立场上阐述了资本运营的游戏规则。全书论述以企业家关心的直接投资及融资为主线，阐述与资本家打交道的战略战术、商务模式设计、项目包装技巧、投入产出的计算方式。作者既从融资者的立场又从投资者的立场进行论述，以实用性为出发点，让双方学会站到对方的立场上去打算盘。

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

图书在版编目 (CIP) 数据

资本的游戏/房西苑著. —北京: 机械工业出版社, 2008.9

ISBN 978-7-111-25008-1

I. 资… II. 房… III. 融资—基本知识 IV. F830.45

中国版本图书馆CIP数据核字 (2008) 第132099号

机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037)

责任编辑: 王洪波

版式设计: 刘永青

中国电影出版社印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2008年9月第1版第1次印刷

170mm × 242mm · 16.75印张

标准书号: ISBN 978-7-111-25008-1

定价: 70.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

本社购书热线: (010) 68326294

投稿热线: (010) 88379007



前 言 Preface

本书是写给中国企业家看的。不过，需要阅读本书的不是一般意义上的企业家，是那些准备和资本家打交道的企业家，或者准备向资本家角色过渡的企业家。

资本运营主要涉及两种人的游戏：企业家和资本家。企业家靠运营资产赚钱，资本家靠运营资本赚钱，资本与资产之间的交易，产生了资本运营。市面上关于资本运营的书，绝大多数是由资本家写的，或者是为资本家写的。你很少能看到一本关于资本运营的书是专门写给企业家看的，或站在企业家立场上去理解资本与资产之间的游戏规则。这就难怪人们总是习惯地把这门学问称之为“资本运营”而不是“资产运营”，因为无论其作者还是读者的立场都是以资本作为本位的。

为什么会这样呢？因为世间多数资本家都不是在“玩”自己的钱，他们中间诸如银行行长、基金经理、证券公司项目经理、信托投资公司老总、富人的理财顾问，等等，都是替别人管钱的专业人士。那么，他们凭什么让别人甘心情愿地从口袋里掏出钱来交给自己去打理呢？最好的办法莫过于编出一套深奥的理论，把大多数人挡在门外才能达到目的。难怪，在我读过的西方工商管理的专业书中，最难懂的就是投资学，上面尽是曲线、公式、图表，不把人绕懵了绝不罢

休。许多人一看到这些深不可测的理论，畏惧感就会油然而生，于是便知难而退了。心想：这门学问果然了得，不是我等凡人能够学得会的，不如放弃努力，老老实实把钱从口袋里掏出来交给这些专家去打理算了。用政治经济学的概念去解释，这种现象就是寻租行为。

不久前，一个听过我讲课的企业家给我发了一条短信，请我为他推荐几本关于资本运营的专业书。我给他回了一条短信说：“很对不起，我没法给你推荐书，因为我不看这类书。”那个企业家大为惊讶，回了条短信问：“那您在课堂上讲的那些道理是从哪里来的？”我回道：“自己瞎编的。”接着，一个电话打进来了，那位企业家在电话里哈哈大笑，说：“房老师，你给了我自信。这道理我也能编。”

我没法推荐书给我的学员，因为市面上大多数关于资本运营的书，都是从西方投资学照搬来的理论。西方投资学中的很多理论，都建立在成熟资本市场的假设前提之上，与中国目前这种缺乏流动性的资本市场有天壤之别。这些书应该给那些替别人管钱的专家们看，给大大小小的基金经理们看，用来指导他们证券投资。可是对于多数求钱若渴的中国企业家而言，且不说这类书籍大多晦涩难懂，即使读懂了，也解决不了他们企业面临的问题。

我不否认，整个资本运营的理论框架是西方人奠定的。但我认为，自己需要做的工作是把西方的理论框架嚼碎了吞下去，然后按照用中国式的思维方式吐出来。我觉得，把国际上通用的理念引进国门，让它们在中国的土地上“生根开花”，是一个曾经留过洋的人不可推卸的使命。只有在中国土地上长大，同时也在海外生活、工作过的人，才能够充分地理解东西方文化的差异，并冷静地跨越其间的沟壑。为了避免陷入照搬西方理论的前车之鉴，我在写作本书的整个过程中，除了手提电脑之外，桌面上总是干干净净的，没有一本参考书。本书从头到尾都是在用中国式的语言对资本运营的规律和架构进行诠释，甚至很多概念来自我的原创。例如我给资本运营中买和卖下的定义：买就是用流动性较强的资产

交换流动性较差的资产；卖就是用流动性较差的资产交换流动性较强的资产。又如：企业的四种做法、两种战略、三个层面的竞争、投资者三种商务模式、多元化的正反解释、报告文学加科幻小说和双指标评估法工具等。要说这些内容是我瞎编的，一点儿也不夸张。

在这个世界上有人喜欢把小道理讲成大道理，也有人喜欢把大道理讲成小道理，我属于后一种人。在本书中，我常常运用人与人之间的关系去诠释企业之间的关系，运用家庭关系去解释资本的游戏规则。这些比喻尽管在专家眼里俗了些，但是通俗易懂，在课堂上很受企业家学员的欢迎，让他们倍感亲切。也许，这也是某种程度上的客户导向。

为了帮助读者理解，书中每一个观点、工具、案例介绍几乎都附有图示，这构成本书最大的特色。有时候，一幅图所能表达的信息，远远超过文字的涵盖面。习惯于象形文字的中国人，对图形结构的敏感度往往超过习惯拼音文字的西方人。我在讲课时，总是伴随着全程的动画图解，从学员们的反应中我发现，他们对于一个理念的理解会永远地附在一张图形结构上，以致今后每当他们想起这个理念时，眼前就会随之浮现出那幅诠释这个理念的图形。对于中国读者来说，深入浅出，莫过于图示。

最后，千万不要用过于苛刻的学术眼光去看待本书，也许很多资本运营专家会对本书的专业水平提出质疑。不过这种质疑大可不必，因为本书就是要故意打破专业光环给人们造成的畏惧感，把资本运营这门学问“请”下神坛，成为企业家的普及读物。我希望，每一位企业家读者在读完本书之后都会产生这样的自信：资本运营的道理原来并没有想象得那么复杂，这道理姓房的能编，我也能编。这种效果，正是笔者所期望的。

目 录

Contents

前言

第1章 资本运营常识

- 1.1 资本运营的两道大门 1
- 1.2 企业资金的两个循环 4
- 1.3 企业发展的两种战略 5
- 1.4 企业融资的两条渠道 8
- 1.5 投资融资的两把算盘 11

第2章 投资者的游戏

- 2.1 买鸡卖蛋与买蛋卖鸡 13
- 2.2 证券资金的零售批发 16
- 2.3 击鼓传花，花落谁家 20
- 2.4 草鸡变凤凰的三级跳 23
- 2.5 用人家的水浇自家园 26

第3章 融资者的选择

- 3.1 融资模式的优选排序 31
- 3.2 股权融资：砍腿换车 33
- 3.3 信用融资：寅吃卯粮 35




- 3.4 金融租赁：借鸡生蛋 37
- 3.5 买方信贷：贸易补偿 40
- 3.6 围点打援：以小博大 44
- 3.7 市场孵化：凭奶认娘 45
- 3.8 整存零取：蓄水滴灌 49
- 3.9 整合资源：空手套狼 51
- 3.10 资产信托：表外融资 53
- 3.11 股权质押：典手借枪 55
- 3.12 一夫二妻，一胎双子 57
- 3.13 项目融资：画饼赊账 60

第4章 投资者的思路 62

- 4.1 投资决策的四项原则 62
- 4.2 选择项目的三道门槛 71
- 4.3 不怕老外也不怕老乡 82
- 4.4 成也关系，败也关系 83
- 4.5 投资决策的思维框架 85
- 4.6 双指标评估决策模型 87
- 4.7 指标加权平均量化表 92
- 4.8 竞争性要素评估模型 95
- 4.9 标准的投资决策流程 97
- 4.10 市场前景的分析预测 98
- 4.11 市场预测的工具方法 101

第5章 资金退出之路 110

- 5.1 要为投资者预留退路 110
- 5.2 没有流动就没有安全 111
- 5.3 如何提高资产流动性 112
- 5.4 投资资金的退出机制 114

5.5	呆滞流动资产证券化	117
5.6	公司上市与证券市场	119
	第6章 项目包装技巧	126
6.1	报告文学与科幻小说	126
6.2	如何给投资者讲故事	128
6.3	让投资者拍板的条件	131
6.4	深入浅出乃沟通捷径	137
6.5	中介服务机构的角色	139
6.6	融资成功的三个要素	143
6.7	商务模式的设计策划	144
6.8	技术模式的设计策划	145
6.9	经营模式的设计策划	148
6.10	合作模式的设计策划	159
6.11	商务计划书基本模式	163
	第7章 投入产出分析	168
7.1	从三个原始问题出发	168
7.2	如何评估资产的价值	169
7.3	有形资产与无形资产	173
7.4	贴现率是怎样计算的	176
7.5	资金的加权平均成本	178
7.6	项目的现金流量预测	180
7.7	项目评估的三大指标	182
7.8	投资者期望的回报率	187
7.9	投入产出的数量模型	189
	第8章 投资风险分析	191
8.1	内部风险与外部风险	191
8.2	风险识别与头脑风暴	193

8.3	风险的模拟情景分析	196
8.4	商务模式的流程分析	197
8.5	风险加权平均量化表	198
8.6	风险发展趋势的推测	200
8.7	项目概率树风险分析	201
8.8	项目的盈亏平衡分析	204
8.9	项目要素敏感性分析	207
8.10	风险应对的六种模式	209
8.11	风险管理的四项原则	212

第9章 资产兼并重组 215

9.1	没有区别就没有战略	215
9.2	资产重组的法律形式	217
9.3	资产重组的交易模式	220
9.4	资产重组的效益分析	222
9.5	多元化的馅饼和陷阱	224
9.6	多元化的进攻和撤退	226
9.7	资产兼并的优先抉择	231
9.8	现金并购的定价模型	233
9.9	股权并购的定价模型	237
9.10	上市公司的并购重组	244
9.11	借壳上市的并购重组	247

资本运营常识

1.1 资本运营的两道大门

资本运营并非像人们想象得那样神秘，它的道理其实非常简单。资本运营就是资本和资产的交易，用资本换资产者为投资，以资产换资本者为融资（如图1-1所示）。不过，上述涉及的资产涵盖了诸多的表现形式，其中包括各种形态的无形资产，而正是这些无形资产才使资本运营的概念显得如此深奥。



图1-1 投资与融资殊途同归

既然资本运营是一场交易，那么交易双方至少需要两种角色：运营资

本者，被称为资本家；运营资产者，被称为企业家。人们常常把两者混为一谈，因为很多企业家或资本家身兼两种角色。如果从商务模式的角度考察，两者赚钱的方式有本质的区别。资本家主要是靠钱来赚钱，而企业家主要是用资源来赚钱。资本运营离开了这两者的交易就无从谈起。你可以只当资本家，把钱存进银行吃利息，或者把钱交给投资基金获取分红，只靠钱赚钱；你也可以只做企业家，像传统的农场主、手工业者或当今的“知本家”，只用资源、经验和知识赚钱，完全靠经营利润滚动发展。如果这两类人的运行轨迹像平行线一样永不相交，资本运营便无从谈起。

资金如同企业的血液。如果我们把企业的资本运营比做一座大厦，那么投资和融资就是资金进出的两道大门。资金从投资之门进入，从融资之门退出。要想使资本运营保持活力，这两道资金吞吐的大门缺一不可。有些投资者或许不以为然，认为自己有资金，只需找到投资之门就行了，没有必要知道融资之门在哪儿。当然，如果你只满足于当一个小小的企业家，这种想法无可非议。可是，如果你想把你的企业做大，或者想使你的钱连续不断地滚动增值，没有融资之门，你的资金链条又如何能保持可持续的运转呢？例如，你用手里的钱买了股票，这叫做投资，因为你用资金置换了资产（以股票为代价券），即使股票价格涨了一倍，你仍旧没有赚到钱，那只不过是个画饼充饥的数字游戏，因为股价还会落下来。那么你什么时候才算真正赚到钱呢？就是把手中的股票换回人民币的时候，也就是找到下一位投资者把资产换回资本，这叫做融资，因此你实际上不是在投资的环节赚钱，而是在融资的环节赚钱。

在资金的运动过程中，最精彩的一幕不是进入之时，而恰恰在资金增值后退出之刻，用马克思的话说就是“惊险的一跳”。若你的资金只有进入之门没有退出之门，只能说明你是一个失败的资本家：狗熊掰棒子，买了一大堆资产，咽不下去也吐不出来，结果必将被活活“噎死”。如果你的资金只有退出之门而没有进入之门，只能说明你是个破落的企业家，崽卖爷田吃老本，最终免不了倾家荡产。

有一次在给清华EMBA的学员讲课时，我把资本运营比做一座知识的

殿堂，并告诉学员，有两个门可以进入这座迷宫，一个门是投资，另一个门是融资。学员问我，从这两个门走进有什么不同。我说结果没什么不同，无论你从哪个门进入这个殿堂，学到的东西都是一样的，最终殊途同归。如果说不同之处可能在于进入的感受，从投资之门进入，会觉得学问越做越深；从融资之门进入，会觉得学问越做越浅。

为什么呢？涉入资本运营的投资者并不都是我们印象中的大款，他们中间用自己的钱去投资的人只是少数，而大部分人都是替别人管钱的人，例如银行家、基金经理、信托投资公司总裁等。这些人手中支配的巨额资金都是别人的钱，有些甚至来自千家万户的普通百姓。他们只有把投资这门学问描述得难上加难，才能让大部分人知难而退，最后甘心情愿地把钱掏出来交给他们这些专家去打理。难怪MBA的教科书中最难的一门就是投资学，里面充斥着各种各样的数量模型、公式公理、图表矩阵、坐标曲线，不把人绕懵了绝不罢休。按照政治经济学的说法，这种现象就是寻租行为。

融资者大多都是企业家，他们需要别人掏出钱来交给他们使用。但是，没有任何投资者会稀里糊涂地把钱扔进一个他完全搞不懂的项目，去玩一个他完全搞不明白的游戏。为了获得资金，无论他们的项目和商务模式多么复杂，都必须把故事说得浅显易懂，让普通人都听得明白。要知道，投资者并非个个都是专家，即使是专家也不可能是各行各业的通才。不让他们听明白，他们怎么会掏钱出来交给你用？

我笑着问学员，他们愿意从哪个门进入这座殿堂？大部分学员都说，愿意从融资之门进入。我理解他们，毕竟人都喜欢走捷径，既然有简单的途径，何必要自选复杂呢？况且他们中间大部分人都是企业家，对融资的渴望远远大于投资意愿。然而，只有一个学员站起来说：他愿意从投资之门进入，从融资之门出来。我当即给他的回答打了100分。这正是我期待的回答：深入浅出。

在后面的章节中，就让我们开始一个深入浅出、殊途同归的旅程。也许我们一会儿会涉入投资的领域，一会儿又转到融资的领域。希望读者不要被这种跳跃式的思维绕昏了头脑，投资和融资无非是一个钱币的正

反两面而已。不过，有一点我可以保证，读懂这本书，无需很高的学历，初中毕业足已，即使读文字不理解，那至少看图也能明白。

1.2 企业资金的两个循环

企业中流动的资金，会形成两个循环（如图1-2所示）：右边的小环被称为资金循环的静脉，来自客户的资金流从收入环节进入，然后从成本环节流出，支付供应商；左边的大环被称为资金的动脉，它的流向刚好与静脉相反，资金从成本流入，来自资本市场，而从收入流出，流回资本市场。

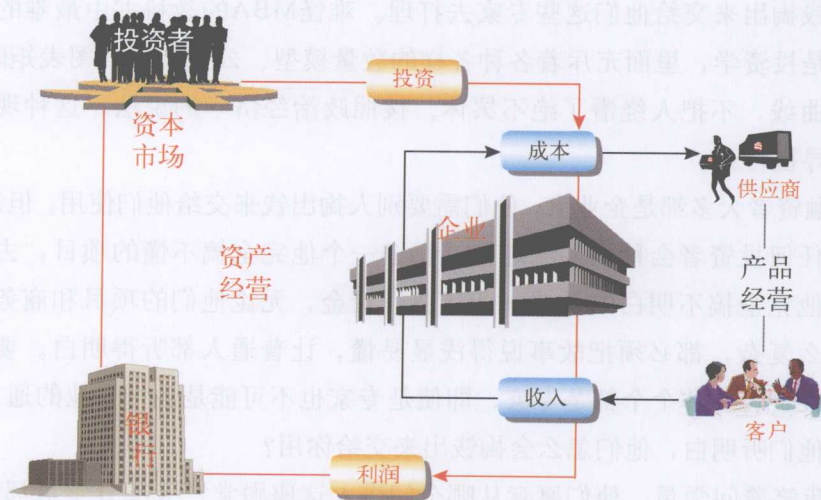


图1-2 资金内循环与外循环

资金的小循环涉及的是产品经营，而资金的大循环涉及的是资产经营，这是两种完全不同性质的经营。我曾经投资过一个企业，并任企业的董事长。因为要经常到外地讲课，不能及时过问企业的事务，于是我和总经理做了一个原则上的分工：产品经营的事情他负责，资产经营的事情我负责。也就是说，他管资金流的静脉，我管资金流的动脉。这意味着平时我可以根本不管企业的事情，凡是涉及买原材料、卖产品的事情都是他的责任，而只有到了买卖公司的时候才需要我出面。

这两个资金流财务表达形式也不同，产品经营涉及的是会计(accounting)，主管一般是公司会计；而资产经营涉及的是公司财务(corporation finance)，主管往往是公司财务总监(CFO)。产品经营的决策层面可以涵盖到企业的中层管理人员，甚至基层员工，而资产经营则属于公司的最高层决策，一般来说只局限于三个人：董事长、总经理、财务总监。产品经营可以决定企业的优劣，而资产经营往往能决定企业的生死。

明白了这两种资金流的区别，对于理解本书中的很多概念至关重要。本书涉及的所有财务概念几乎都属于资金大循环的范畴，而与资金的小循环关系不大。

1.3 企业发展的两种战略

也许很多企业家会说：我只需要搞好那个小环的资金循环就行了，不一定非要进行资产经营，也无需非要和资本市场打交道。这种说法当然无可厚非，我国有很多民营企业就是这样成长起来的。究其原因，是我国此前不存在一个成熟的资本市场，资本的供应天然地向国营企业倾斜，融资手段也只单纯依赖银行贷款。小型民营企业在融资无路、告贷无门的情况下，除了依靠自己之外，别无出路。反正也吃不到葡萄，这葡萄是酸是甜就不重要了。可是，如果有一天有可能吃到葡萄了，我想它们就未必不想知道这葡萄的滋味了。

企业的发展有两种战略（如图1-3所示）：一种叫做“上楼梯战略”，另一种叫做“上电梯战略”。上楼梯战略就是企业完全依赖自己的资金积累滚动发展，并把自己的利润不断投入扩大再生产，使企业像滚雪球一样逐渐长大。而上电梯战略则是借助金融资本的力量，使企业的实力迅速提升，一步占领竞争的制高点。这两种战略各有利弊，因为两者所冒的风险是不一样的。

上楼梯战略：

产品经营，凭自身
积累滚动发展

**上电梯战略：**

资产经营，借金融资
本之力迅速扩张

图1-3 两种不同的发展战略

企业的风险可以分为外部风险和内部风险。企业外部环境的风险被称为系统风险，系统风险是企业无法回避也无法控制的，只能被动应对。企业内部经营产生的风险，被称为非系统风险。非系统风险是企业有可能主动控制的，这取决于企业的经营管理水平。海起风浪是系统风险，船出故障是非系统风险；市场经济危机是系统风险，而企业财务危机是非系统风险。一般情况下，系统风险对企业的威胁要远远大于非系统风险。

上楼梯战略的优点在于自主性强且负担轻，企业家自己掌握命运，内部风险比较小，即使经营失误，由于没有债务负担，只要不致命都可以东山再起。这一战略的缺点是需要冒较大的外部系统风险。就像一条小船，抵抗风浪的能力很弱；市场打个喷嚏，企业就容易感冒；店小被客欺，你得天天看着客户的脸色如履薄冰；竞争门槛低，随便哪一个强势的竞争对手都可以对你造成灭顶之灾。

上电梯战略的优缺点刚好与上楼梯战略互补。其缺点是内部经营风险大，因为债务负担重，万一经营失误，对企业的打击将产生倍增效果。可是相反，这种倍增效果也可以正面增强企业抵御外部风险的实力。就像一条大船，抵御风浪的能力比小船强得多。一些足以压垮小企业的市场危机，不至于撼动大企业的根基，反而起到为其剪枝锄草的作用，危机之后使大树更加茁壮。店大了欺客，届时也许不是你求客户而是客户求你了。同时规模大竞争门槛也高，使很多潜在的竞争对手望而却步。

如果你的企业采取的是上楼梯战略，确实不必涉足资产经营。可是如果你的企业采取上电梯战略，那么资产经营就是绕不过的门槛。当今能够跻身各类N强榜的企业，几乎没有不涉足资产经营的。它们的强，固然

依赖其产品经营的根基，可是它们的大，却无不归功于资产经营的哺育。

当今的市场规则，早已不是大鱼吃小鱼，而是快鱼吃慢鱼。此言千真万确，本人就有亲身的体会。如今在中国经常乘飞机旅行的人几乎没有人不知道携程网。携程网自2003年在美国成功上市，一直是纳斯达克股票市场上表现最好的中国网络概念股，风险指数长期低于新浪、搜狐和网易。可是要知道，当初首创这种网上预定酒店、机票商务模式的不是携程网，而是运通网。携程网自兼并运通网之后，才稳稳坐上了行业龙头的位置。携程网兼并运通网案被称为2000年中国最成功的五大并购案之一，而亲手签署运通网卖身契的正是我本人。

很少有人知道，携程网在兼并运通网的时候，其公司才成立7个月，整个经营收入还不到运通网的1/4。而当时运通网已经营运了两年半，年盈利逾百万元，已经是这个行业的龙头老大了。携程网的成功，全在于比运通网抢先一步得到了一大笔风险资金。就是这一步之差，改写了一个行业的历史。我曾经设想过，如果当时我手快先得到了风险资金，携程网也许小得根本就不足以进入我们收购兼并的视野。携程网称霸的关键之役不是美国的上市，而恰恰是兼并运通网。它由此一战成名，奠定了今天的龙头地位，而后来在美国上市，只不过是水到渠成的事情而已。

无论从任何角度看，这都是一个小鱼吃大鱼的经典案例，一个7个月大的公司吃掉了一个两岁半的盈利龙头企业，这就是上电梯和上楼梯的不同结局。商场如战场，决胜商场不但要凭实力，更重要的是凭速度。

图1-4中的三个齿轮表明，企业之间的竞争可以体现为三个层面的竞争：



图1-4 三个层面上的企业竞争