

企业资本运营

朱玉辰 著

QIYE
ZIBEN
YUNYING

QIYE ZIBEN
YUNYING

中国财政经济出版社

企业资本运营

朱玉辰 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业资本运营 / 朱玉辰著. —北京: 中国财政经济出版社,
2000.12

ISBN 7 - 5005 - 4898 - 2

I. 企… II. 朱… III. 企业管理 - 资本经营 - 研究
IV. F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 59189 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@dre.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京东城大街佛寺东街 8 号 邮政编码: 100010

发行处电话: 64033095 财经书店电话: 64033436

财经图书发行中心电话: 88119132 88119130 (传真)

北京新华印刷厂印刷 各地新华书店经销

850 × 1168 毫米 32 开 9.625 印张 228 000 字

2000 年 12 月第 1 版 2000 年 12 月北京第 1 次印刷

印数: 1—4000 定价: 20.00 元

ISBN 7 - 5005 - 4898 - 2 / F·4396

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

序

董辅初

近几年，人们对资本运营给予了越来越多的关注，关于资本运营的著作也出了不少。

人们关注资本运营是一件可喜的事，表明已有越来越多的人摆脱了计划经济的桎梏，逐渐熟悉了市场经济的经营之道。

在计划经济中，企业根本不懂什么是资本经营，其实也不懂生产经营，而只是按照上级下达的指令性计划指标生产，努力完成和超额完成计划指标。这不是企业之过，而是计划经济体制注定的。企业没有自主经营权，没有盈利的冲动，毋需承担盈亏的责任，不存在配置资源的市场，更没有资本市场，不仅谈不上资本经营，连生产经营也办不到。在市场经济中，情况不同了，企业不仅要重视生产经营，使自己的产品适应市场需求的变化，努力扩大自己的市场份额，而且还要善于从事资本经营，通过股票上市、参股、控股、买壳、卖壳、收购、兼并、企业重组、股权置换、公司分立等等方式，实现资本增值、企业扩张、市场占有率提高、风险的分散和规避。金融的创新和资本市场的发展又为企业的资本运营提供了条件。最近几年，国外一些大公司的收购兼并活动令人惊心动魄，这股浪潮还在一波又一波地掀起，并改变着国际市场的格局，那些购并后形成的庞大无比的公司将在颇大程度上左右世界经济。在我国国内，资本运营也开始兴起，

已经有一批企业获得巨大成功。

在这种形势下，朱玉辰博士的《企业资本运营》的出版，正得其时。

朱玉辰博士有较深厚的理论功底，也有较丰富的资本运营的实践经验，这使得本书不仅对资本运营的理论有较系统和深入的论述，而且对资本运营的实际运作有生动的描述和介绍，其中有一些是他参与运筹的，包括大连国际控股股份有限公司这家大公司的筹组工作。资本运营是在市场经济中纵横捭阖的一种艺术，不仅要善于斗智斗勇斗力（资本实力），而且要能灵活运用许多技巧，其中的学问甚多。朱玉辰博士的这本书多有论述，读者自己可从中获得教益。特别是本书中关于新经济条件下的资本运营更是其他著作所阙如。

本书内容丰富，分析精辟，它的出版对我国开展资本运营是有益的贡献。

2000 年 10 月 31 日

目 录

第一章 导论

- 第一节 资本运营的内涵…………… (1)
- 第二节 资本运营与生产经营的关系…………… (3)
- 第三节 资本运营在企业发展中的作用…………… (5)

第二章 企业资本运营：经济学家的观点

- 第一节 马克思资本理论与企业资本运营…………… (8)
- 第二节 交易费用理论与企业资本运营…………… (12)
- 第三节 产权理论与企业资本运营…………… (18)
- 第四节 规模经济理论与企业资本运营…………… (20)
- 第五节 厂商理论与企业资本运营…………… (22)
- 第六节 西方并购理论的发展…………… (24)

第三章 企业资本运营的核心：兼并与收购

- 第一节 企业并购的内涵及分类…………… (30)

第二节	全球公司并购的演变历程·····	(32)
第三节	公司并购方式选择的实证分析·····	(51)

第四章 企业资本运营的基础：融资方式选择与创新

第一节	发行股票融资·····	(59)
第二节	可转换债券融资·····	(65)
第三节	租赁融资·····	(74)
第四节	BOT 项目融资模式 ·····	(79)
第五节	资产证券化融资·····	(90)
第六节	利用投资基金融资·····	(97)
第七节	发行认股权证融资·····	(104)
第八节	资产拍卖融资·····	(108)

第五章 企业资本运营的灵魂：股份制改造与公司上市

第一节	股份制改造的意义·····	(118)
第二节	企业重组·····	(119)
第三节	企业重组模式对上市公司运作影响的实证 分析·····	(132)

第六章 企业资本运营的关键：公司并购重组后的经营管理

第一节	建立高效的企业管理组织机构·····	(138)
第二节	加强对并购重组企业的生产管理·····	(140)
第三节	加强对并购重组企业的营销管理·····	(141)
第四节	加强对被兼并重组企业资本运营的统一协 调管理·····	(141)

第七章 国有企业的资本运营(上): 国企改革的必然选择

- 第一节 国企改革的成绩和困难…………… (144)
- 第二节 国有企业资源配置格局的实证分析…………… (149)
- 第三节 资本运营是国有企业走出困难的有效途径 … (161)

第八章 国有企业的资本运营(下): 思路与做法

- 第一节 基本思路…………… (170)
- 第二节 运用并购方式构造大型企业和大型企业
集团…………… (172)
- 第三节 国有企业的股份制改造与上市…………… (188)
- 第四节 买壳上市与造壳上市…………… (200)
- 第五节 中小企业的股份合作制改革…………… (210)
- 第六节 国有企业的公司分拆…………… (216)
- 第七节 个案分析: 大连国际控股股份有限公司的
资本运营…………… (226)

第九章 海外直接上市: 中国企业利用国际股权资本的可行性选择

- 第一节 企业海外直接上市的优点…………… (234)
- 第二节 我国企业在香港、美国上市的条件和
程序…………… (236)
- 第三节 ADR 上市 …………… (243)

第十章 跨国并购: 中国企业实施国际战略的现实途径

- 第一节 跨国并购的动因…………… (249)
- 第二节 企业跨国并购与创建的比较…………… (254)
- 第三节 跨国并购方法与操作程序…………… (259)

第四节	各东道国对外国企业并购行为的管制·····	(261)
第五节	中国企业跨国并购的典型案例：首钢并购 秘鲁铁矿公司·····	(265)
第十一章 新经济：资本运营的新空间		
第一节	新经济的兴起·····	(270)
第二节	新经济对资本运营的影响·····	(281)
主要参考文献·····		(295)
后记·····		(298)

第一章

导 论

企业资本运营是实现资本增值的重要手段，是企业发展壮大的重要途径。纵观当今世界各大企业的发展历程，资本运营都起到过相当关键的作用，并且往往成为它们实现重大跨越的跳板和发展历史上的里程碑。在我国，近年来不少企业也将资本运营纳入企业发展战略，并获得了成功。越来越多的企业走出了重视生产经营、忽视资本运营的窠臼，认识到资本运营同生产经营一起，构成了企业发展的两个轮子。可以预见，资本运营在我国企业发展进程中所起的作用将会越来越大。以下，我们将从基本概念入手，撩开资本运营的神秘面纱。

第一节 资本运营的内涵

有关资本运营的概念表述各有不同，综合

起来，可以大体上划分为广义资本运营和狭义资本运营。广义资本运营是指企业通过对可以支配的资源 and 生产要素进行组织、管理、运筹、谋划和优化配置，以实现资本增值和利润最大化。广义资本运营的最终目标是要通过资本的运行，在资本安全的前提下，实现资本增值和获取最大收益。广义资本运营内涵广泛，从资本的运动过程来看，资本运营涵盖整个生产、流通过程，既包括金融资本运营（证券、货币）、产权资本运营与无形资本运营，又包括产品的生产与经营。从资本的运动状态来看，既包括存量资本运营，又包括增量资本运营。存量资本运营是指企业通过兼并、收购、联合、股份制改造等产权转移方式促进资本存量的合理流动与优化配置。增量资本运营是指企业的投资。

狭义资本运营是指以资本急剧增值和市场控制力最大化为目标，以产权买卖和“以少控多”为策略，对企业和企业外部资本进行兼并、收购、重组、增值等一系列资本营运活动的总称。资本运营的总体目标是实现资本增值和市场控制力最大化。具体目标是加快资本增值，扩大资本规模，获取投资回报，提高企业的市场控制力和影响力，优化经营方向。狭义资本运营主要研究的是存量资本的配置，具体运营方式包括股票上市、企业、企业联合、资本互换、产权转让等。

长期以来，我国企业界一直重视生产经营，忽视资本经营。重视增量投资，忽视存量资本。重视内部交易型战略的运用，忽视外部交易型战略的实施，这些误区已经严重影响国民经济和企业的发展，已经不能适应经济发展的内在需求。社会的生产和再生产是离不开资本的。在现代市场经济中，资本是经济活动得以持续运行的标志，资本就像一块巨大的磁石，将社会各种生产要素吸引到它的周围。资本流向何处，何处的经济运行就会活跃起来，资本聚集在何处，何处的经济就会不断地走向繁荣。因此，

我们必须重视资本运营，尤其重视存量资本的运营，正是在这种理念下，本书的研究重点是狭义资本运营，即主要研究如何通过重组、股份制改造与公司上市、企业集团的组建方式，通过资本的流向组合和交易，优化资本结构，获取资本收益。

第二节 资本运营与生产经营的关系

在强调资本运营的同时，我们并不否认生产经营的重要性。事实上，资本经营并不排斥生产经营。企业经营可以划分为两个层次。第一层次是生产经营，第二层次是资本运营。在生产领域内的资本运营，必须通过生产经营进行转换。只有通过生产经营的途径，资本经营的目标才能最终得以实现。正是因为生产经营如此重要，有关生产经营的研究成果比较多，而对资本运营研究的深度和广度却很少，也正是基于以上原因，笔者才将资本运营作为研究对象。

虽然资本运营与生产经营有着密切的联系，但是二者还是有着一定的区别，这种区别主要体现在以下几个方面。

一、运营基础不同

资本运营的基础不是物化资本和产品本身，而是价值化、证券化了的物化资本，或是可以按价值化、证券化操作的物化资本。资本运营虽然极为关注资产的具体形态及配置，但更为关注资本的收益和市场价格，以及相应的财产权利；生产经营的基础是物化资本和产品本身，其中生产产品和工艺技术装备具有重要意义，生产经营中的物化资本一般是非交换对象，其投资运营活动也主要是围绕强化物化资本和产品开发来进行，如固定资产更

新、改造、扩建等。

二、运营核心不同

资本运营的核心是如何通过优化配置来提高资产的运行效率，以确保资产不断增值。因此，在运作方式上主要有两种形式：一是转让权的运作，二是收益权和控制权的运作。生产经营的核心问题是根据市场需求及其变化趋势决定生产什么、生产多少、如何生产。

三、收益来源不同

资本运营的收益主要来自生产要素优化组合后生产效率提高所带来的经营收益增量，或生产效率提高后资本市场值的增加。从根本上讲，资本运营收益是产业利润的一部分，一般表现为较高的投资收益与较低的投资收益之间的差额；生产经营的收益主要来自向市场提供产品和劳务所取得的利润，并以此实现资本的保值增值。一次良好的资本运营运作所带来的收益相当于十几年甚至几十年的生产经营收益，这是因为生产经营是一手钱、一手货的商品买卖，交易只是现实的产品价值，而资本运营却是企业过去的收益潜藏值、目前的市场现实价值以及未来的预期收益值统一核算，因而资本运营所带来的增值是十分巨大的。

四、资本的循环方式不同

资本运营一般不通过产品这一中介，而是通过以资本直接运作的方式来实现资本增值，或以资本的直接运作为先导、通过物化资本的优化组合来提高其运行效率和获利能力。其资本的循环方式是采用 $G-G'$ 的形式。资本运营一般要求将企业全部财产资本化，并以获得较高的资本收益为目的进行运作。因此，资本

运营中资本的循环可以表现为货币资本、虚拟资本（产权凭证）两种形态，有时也可以表现为生产资本、货币资本、虚拟资本三种形态；生产经营一般以产品为中介，其资本循环方式要用 $G-W-G'$ 的形式，一般要依次经过购买、生产和售卖三个阶段，顺序地表现货币资本、生产资本、商品资本三种形态。

第三节 资本运营在企业 发展中的作用

企业作为运用资本进行生产经营的单位，是资本生存、增值和获取收益的客观载体。企业对生产经营进行组织与管理，实质上是对资本进行运筹与规划，任何企业的生产经营都是根植于资本运作的基础之上，都必须借助于资本形式转换。在某种意义上，企业生产经营可以视为资本经营的实现形式。因此，在任何企业的生产经营过程中，都要重视资本运营，都要运用资本运营，都不能仅仅是为产品的生产而生产，为产品的经营而经营。

作为资本经营的具体实现形式，企业的生产经营活动必须注重对资本的组织、管理与运营，以达到资本安全、增值的目的，不注重资本的运行，不追求资本安全与增值目标，将严重阻碍企业的发展。

一般而言，资本运营至少在以下几个方面对企业发展作出贡献。

一、资本运营有助于扩张企业规模，壮大企业实力

资本运营要求最大限度地支配和使用资本，以较少的资本调动支配更多的社会资本，企业不仅运用内部资源，通过企业内部

资源的优化组合达到资本增值的目的，而且运用兼并、收购、参股、控股方式，实行资本的扩张，将企业内部资源与外部资源结合起来进行优化配置，促使资本集中和生产规模扩张，形成规模经济，获取规模经济收益，发展壮大企业实力。

二、资本运营有助于推动企业产品结构的调整，降低企业市场风险

在不断变化的经济发展过程中，产业结构不断由低级向高级，由简单向复杂方向演进，企业在不断变化的经济环境中，面临着巨大的市场风险。为适应经济发展的内在需求，企业必须以市场为导向，不断调整自身的产业结构，以求在千变万化、日新月异的市场竞争中获取生存权和发展权，增加市场控制力和影响力。资本运营可以使企业借助市场高效率地调整自身生产经营方向，优化产品结构。当企业处于夕阳产业时，可以通过向新兴行业并购、参股、控股等资本运营方式，迅速进入新兴产业，实现向新兴领域渗透、扩张目标。当企业处于由夕阳产业向朝阳产业转移的过渡时期，可以采取退却型战略，通过产权出售、公司分立等资本运营方式，不断剥离夕阳产业，缩小企业规模，以便集中力量进行新兴产业的扩展，实现产业的转移，从而分散、规避产业结构、需求结构变化给企业发展所带来的巨大风险。

三、资本运营有助于优化企业资本结构，提高企业潜在发展能力

一般而言，企业的资本结构是由长期债务资本和权益资本共同组成。企业资本结构的优化取决于长期债务资本和权益资本的比例是否合理。当企业的资本结构过重偏向于借入资本，企业资本结构就呈现“劣化”趋势。造成企业负债过重，自有资本严

重不足。资本运营则有助于推动企业资本结构由“劣化”向“优化”方向转变。股份制作作为资本运营的一种有效方式，作为资本的一种象征与资本的物质载体，将一般的货币持有者变为资本的所有者，将小额的、分散的、闲散的社会资本转化为巨额的、集中的生产资本，将借入资本转化为永久性资本，可以促使企业的长期债务资本和权益资本的比例趋于合理，同时也分散投资的风险。

第二章

企业资本运营： 经济学家的观点

企业运用兼并、收购、重组等资本运营手段，实施资本运营战略有其深刻的经济学动因。深刻分析资本运营产生的原因和作用的原理，从理论的高度掌握资本运营的精髓，有助于增强我们进行资本运营的自觉性，提高资本运营的技巧。

第一节 马克思资本理论与 企业资本运营

一、资本集中理论与企业资本运营

在19世纪上半叶，资本主义世界还没有出现过大规模的企业并购浪潮。但是，通过对资本主义生产方式和发展规模的深入分析，马