



复旦卓越·经济学系列

(第二版)

资本运营管理

汪洪涛 朱翊照 编著

 复旦大学出版社



复旦卓越·经济学系列

(第二版)

资本运营管理

汪洪涛 朱翊照 编著

 复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

资本运营管理/汪洪涛,朱翊照编著. —2版. —上海:复旦大学出版社,2017.4
(复旦卓越·经济学系列)

ISBN 978-7-309-12830-7

I. 资… II. ①汪…②朱… III. 资本经营-高等学校-教材 IV. F272.3

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第032615号

资本运营管理(第二版)

汪洪涛 朱翊照 编著

责任编辑/陆俊杰

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路579号 邮编:200433

网址: fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售: 86-21-65642857 团体订购: 86-21-65118853

外埠邮购: 86-21-65109143 出版部电话: 86-21-65642845

浙江省临安市曙光印务有限公司

开本 787×960 1/16 印张 18.5 字数 306千

2017年4月第2版第1次印刷

ISBN 978-7-309-12830-7/F·2352

定价: 39.00元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社有限公司出版部调换。

版权所有 侵权必究

内 容 提 要

本书是在第一版的基础上,基于我国资本市场发展的现状以及企业资本运营管理内容更加务实的需要而修订的教材,内容涵盖并购、企业资产重组、资本筹集、国企改革与改制等,对资本运营管理的组成部分进行了比较详细的叙述,并对一些相关理论进行了梳理,每章均附有相关的练习题,具有较强的时效性和针对性。

本书适合大专院校工商管理专业和经济类、管理类学生使用。

序

中国改革开放的内在逻辑是以开放逼改革,以改革促发展。经过 38 年的改革与发展,中国经济总量和经济结构已经发生了翻天覆地的变化,业已成为全球经济增长的重要引擎。

随着跨境贸易和投资的日益增长,中国经济和世界主要经济体的联系日益密切,相互间的影响也愈来愈深刻,对中国企业而言,提高组织资本的能力,改善资本运作的模式,学会运用资本市场为实体经济服务,是一项长久性的任务。为此,就需要了解资本运营的内涵、基本模式、原则与风险防范,需要了解国际资本市场运作的基本规则,需要了解国家法律法规和行政规章对各类资本运作行为的规范性条款的深刻内涵。

作为一位从 20 世纪 80 年代初开始在国内工作和生活的银行家,我见证了外资银行在中国的不断扩大和深化经营,经历了中国经济改革各个阶段,我深切地感受到了中国金融业发展的脉络与路径,感受到了中央相关部门监管制度的深刻变化对中国资本市场健康发展的积极作用,感受到了中国各类金融企业运营理念在国际主流社会通行规则与本土创新规则融合过程中的嬗变,也感受到了各类企业依托资本市场、运用资本市场以实现企业做强做大目标的急切与渴盼。

因此,在进一步深化市场经济体制改革的宏观背景下,对各经济主体而言,深化对资本内涵的认识,了解资本结构的含义及资本结构调整的方法,深化对资本运营的概念、内涵及特点的认识,等等,是非常必要的。

本书的两位作者请我作序,通读之后,发现作者在这个版次的写作中,密切地关注到了中国资本市场近几年来监管制度的最新变化,并对微观层面的各类技术性细节作了比较详细的叙述,是值得称赞的。

作为教科书,该版次对资本运营管理所涉及领域基本都有介绍,全书的内

容包括了资本运营概述、并购、跨国并购、企业资产重组、资本筹集概述、资产证券化、上市、国企改革和改制,应该说,是比较全面的,但还存在进一步充实的空间。比如说,在第五章资本筹集概述中,作者介绍了股票市场融资、债券市场融资、风险资本市场融资和一些新兴方式融资。在现实中,许多公司的大股东和实际控制人在融资方式、种类、来源等方面的知识是不全面的,因而在公司发生融资的“真实需求”的时候,仅能在有限的几种管道中进行选择,限制了公司的融资空间和结构,不利于公司的再融资。其实,企业融资的管道有很多,从大的方面来说,有债务融资、新兴融资方式和政府政策性融资等。债务融资大致包括银行贷款、信托贷款、债券融资、供应链融资、类金融机构融资和民间融资等;新兴融资方式大致包括资产管理计划融资、资产证券化、互联网金融融资和商业预付卡融资等;政府政策性融资大致包括政策性融资、政府创业投资引导基金和政策性补助等。期待作者能在未来的第三版中加以补充。

本书的显著特点是注重对各类资本运营方式的条件、流程或程序的叙述,注重运作机制的叙述,注重对各类条规的最新版本的介绍,可以满足经济管理类专业学生和企业管理人员特别是公司实际控制人知识需求的企盼,也可以满足政府相关人士对资本运营管理的知识需求。

希望本书的出版,能够取得作者所期望的提高读者全面了解资本运营管理机理的效果。也祝愿中国的资本市场能够进一步地拓展其深度与广度,达到新的高度。

丁国良

(香港上海汇丰银行有限公司大中华区常务副总裁)

2016年11月30日于北京

前 言

我国国企改革从1978年扩权让利开始,至今已近40年,近40年来,国企改革的路径发生了很大的改变,同时,民营企业也获得了蓬勃的发展,特别是市场经济体制的确立和逐渐完善,我国资本市场获得了长足的发展,在这样的时代背景和宏观背景下,资本运营管理已经成为每一家有长远发展规划的企业必须面对的重大课题。

研究企业的资本运营管理,就必须要对资本运营管理的重要性和意义有充足的了解,对资本运营的概念及模式、原则和相关的理论有充足的了解,对资本运营管理的程序、内容和操作流程有充足的了解。基于这样的理念,我们结合多年来给工商管理专业学生讲解《资本运营管理》课的讲义,参考了许多文献和最新研究成果,特别是近年来一些硕士博士的学位论文,写就了本教材。本教材的特点有:

(1) 根据我国国企改革的进程特点,详细阐述了国企改革实现路径突破,即从搞活国企转向盘活国资的必要性和意义,并针对改革中的一些具体问题在总体上提出了一些切合客观实际和法律规定的观点。

(2) 对资本运营管理的组成部分进行了比较详细的叙述,并对一些相关理论进行了梳理,特别是在并购和跨国并购理论的叙述方面比较详尽。

(3) 在相关章节对资本运营管理的程序、流程和内容做了详细的叙述。

本书由汪洪涛负责写作大纲。此次呈现在读者面前的是第二版,第一版由朱翊照和王德萍两位同志编撰,2010年出版以来,重印了三次,受到了读者的好评。此次第二版的出版,是基于我国资本市场发展的现状以及企业资本运营管理内容更加务实的需要,删除了王德萍同志在第一版中写作的内容,即我国国有资产的运营管理、我国民营经济的资产运营管理、我国行政部门的资产运营管理和我国非政府组织的资产运营管理共四章。增加了资本筹集概述、资产证

券化两章内容,并对其余各章内容进行了较大幅度的修改和增加。

本教材的写作过程得到了香港上海汇丰银行有限公司大中华区常务副总裁丁国良先生、上海锐品投资管理咨询有限公司总经理黄绍军先生、上海海耀律师事务所主任万文志律师、富士通(中国)信息系统有限公司销售总部总经理袁震先生、水到渠成智库首席专家魏雪飞先生、萧氏集团有限公司(大中华区)总裁萧文晴女士、《文汇报》记者沈耀宏先生、泰信基金管理有限公司李其东先生、华侨银行陈钢先生等领导 and 朋友的关心与帮助,在此表示感谢。

特别需要感谢丁国良先生为本书写序,并感谢复旦大学出版社徐惠平先生和责任编辑宋朝阳先生、陆俊杰先生的大力关照,在此表示由衷的谢意。

编者

2016年10月

目 录

第一章 资本运营概述	1
第一节 资本与资本运营	2
第二节 资本运营的基本模式与原则	8
第三节 资本运营的风险及注意事项	20
本章练习题	26
第二章 并购	27
第一节 并购概述	28
第二节 并购的运作形式及程序	36
第三节 企业并购的相关理论	48
第四节 并购的相关决策	54
本章练习题	72
第三章 跨国并购	73
第一节 跨国并购概述	74
第二节 全球化背景下跨国并购的动因和特点	84
第三节 跨国并购中的风险诱因与防范	95
第四节 跨国并购理论	101
本章练习题	105
第四章 企业资产重组	106
第一节 企业资产重组概述	107
第二节 企业资产重组中的借壳上市	118
第三节 企业重组中的资产剥离	128

第四节 上市公司重大资产重组	134
本章练习题	141
第五章 资本筹集概述	142
第一节 股票市场融资	143
第二节 债券市场融资	150
第三节 风险资本市场融资	163
第四节 新兴方式融资	176
本章练习题	185
第六章 资产证券化	186
第一节 资产证券化概述	187
第二节 信贷资产支持证券发行与交易的规定	191
第三节 企业资产证券化的操作规则	197
第四节 非金融企业发行的资产支持票据	203
本章练习题	208
第七章 上市	209
第一节 A股上市的条件与流程	210
第二节 新三板挂牌的条件与流程	221
第三节 香港上市的条件与流程	236
本章练习题	249
第八章 国企改革与改制	250
第一节 国企改革的路径演变	251
第二节 国企改革中的资产流动与流失	258
第三节 国企改革与公有制的实现形式	264
第四节 国有企业的改制	267
本章练习题	282
参考文献	283

第一章 资本运营概述

现代社会改变了企业的传统运营理念,以利润最大化为企业经营第一要务的企业纷纷进入资本市场寻求发展和经营的机会,资本市场、金融市场已经成为谋求壮大的企业的绕不过去的市场,资本运营也成为企业发展、壮大过程中绕不过去的重要课题。现代社会,企业通过资本运营获得爆发式发展的案例比比皆是,资本运营在给企业带来巨大收益的同时,也可能为企业的发展埋下隐患,如何优化企业资本运营的绩效,首先就要搞明白企业资本运营的概念、内涵、模式、类型等基本问题。

第一节 资本与资本运营

一、资本的概念和特征

所谓资本,在通俗的意义上讲,就是经营工商业的本钱。理论界对于资本定义的描述非常丰富。在西方经济学理论中,资本是投入(生产资料)的一部分,投入包括:劳务、土地、资本。资本是指生产出来的生产要素,是耐用品。从企业会计学理论来讲,资本是指所有者投入生产经营、能产生效益的资金。

按照马克思主义政治经济学的观点,资本是一种可以带来剩余价值的价值,它在资本主义生产关系中是一个特定的政治经济范畴,它体现了资本家对工人的剥削关系,因此,资本并不完全是一个存量的概念。

今天我们来单独研究宏观经济存量核算时,“资本”泛指一切投入再生产过程的有形资本、无形资本、金融资本和人力资本。从投资活动的角度看,资本与流量核算相联系;而作为投资活动的沉淀或者累计结果,资本又与存量核算相联系。

$$\text{资产} = \text{资本} + \text{其他积累} - \text{负债} \quad (1.1)$$

也就是:
$$\text{资本} + \text{其他积累} - \text{资产} - \text{负债} = \text{资本权益} \quad (1.2)$$

价值规律告诉我们,资本总是流向高利润行业。

商业银行的资本通常指会计资本,也就是账面资本,等于金融机构合并资产负债表中资产减去负债后的所有者权益,包括实收资本或普通股、优先股等。

资本在商业银行的作用主要有以下五个方面:(1)资本为商业银行提供融资;(2)吸收和消化损失;(3)限制商业银行业务过度扩张和承担过度风险;(4)维持市场信心;(5)为商业银行管理,尤其是风险管理提供最根本的驱动力。

在现实生活中,资本总是表现为一定的物,如货币、机器、厂房、原料、商品等,但资本的本质不是物,而是体现在物上的生产关系。

企业所拥有的资本构成大致有以下七种形式:

- (1) 货币资本:企业的库存现金、银行存款等货币资金;
- (2) 产业资本:房屋、建筑物、工厂、机器设备以及库存等;
- (3) 金融资本:股票、债券、期权等;
- (4) 无形资本:知识产权、专有技术、专营权、许可证权、租赁权、土地使用

权、商标、商誉、市场关系网络等；

(5) 管理资本：企业的组织机构、职能规划、激励机制等管理资源；

(6) 人力资本：企业各类雇佣劳动力；

(7) 产权资本：其他企业产权。

二、资本结构的含义及资本结构调整

(一) 资本结构的含义

所谓资本结构，是指企业各种资金的来源构成及其比例关系。

广义的资本结构，是指企业全部资金的来源构成及其比例关系，不仅包括主权资本、长期债务资金，还包括短期债务资金。其中，所谓主权资本，又称权益资金、权益资本，是企业依法筹集并长期拥有、自主支配的资本。在我国，企业主权资本包括实收资本、资本公积金、盈余公积金和未分配利润，在会计中称为“所有者权益”。

主权资本具有以下四个特点：(1) 主权资本的所有权归属于所有者，所有者可凭借主权资本的所有权参与企业经营管理决策、取得收益，并对企业的经营结果承担有限责任；(2) 主权资本属于企业长期占用的“永久性资本”，形成法人财产权，在企业经营期内，投资者除依法转让外，不得以任何方式抽回资本，企业依法拥有财产支配权；(3) 主权资本没有还本付息的压力，它的筹资风险较低；(4) 主权资本主要通过国家财政资金、其他企业资金、居民个人资金、外商资金等渠道，采用吸收直接投资、发行股票、留存利润等方式筹集形成。

筹集主权资本的方式主要有吸收直接投资、发行普通股股票、发行优先股股票和利用留存利润等。

1. 吸收直接投资

所谓吸收直接投资，是指企业按照“共同投资、共同经营、共担奉献、共享利润”的原则，直接吸收国家、法人、个人投入资金的一种筹资方式。企业采用吸收直接投资方式筹集的资金一般可分为三类：吸收国家投资、吸收法人投资和吸收个人投资。

2. 发行普通股股票

股票，是股份公司发给股东用来证明其在公司投资入股并借以取得股利的一种有价证券。

普通股是指在公司的经营管理和盈利及财产的分配上享有普通权利的股份，代表满足所有债权偿付要求及优先股股东的收益权与求偿权要求后对企业盈利和剩余财产的索取权，它构成公司资本的基础，是股票的一种基本形式，也

是发行量最大、最为重要的股票。目前在上海和深圳证券交易所上市交易的股票,都是普通股。发行普通股股票是股份有限公司筹集权益资本最常见的方式,企业发行普通股股票筹集的资金成为普通股股本。普通股股票持有者按其持有股份比例享有公司决策参与权、利润分配权、优先认股权和剩余资产分配权等权益。

3. 发行优先股股票

优先股股票,是一种兼具普通股股票和债券特点的有价证券。优先股股票募集的资金成为优先股股本。发行优先股股票是公司获得权益资金的方式之一。优先股是公司的一种股份权益形式。持有这种股份的股东可先于普通股股东享受分配,通常为固定股利,优先股收益不受公司经营业绩的影响。其主要特征有:享受固定收益、优先获得分配、优先获得公司剩余财产的清偿、无表决权。除了这些本质特征外,发行人为了吸引投资者或保护普通股东的权益,对优先股附加了很多定义,如可转换概念、优先概念、累计红利概念等。

4. 利用留存利润

留存利润,是指公司以税后利润支付股东的股利后,余下的归公司支配的利润。留存利润构成公司主权资本的一部分,也是公司筹集权益资本的重要方式,可为债权人提供保障,为公司未来的举债提供方便,增强公司的举债能力。而且由于它一般不用像外部筹资那样动用现金支付较高的筹资费用,因此,很多公司也愿意使用该种筹资方式。

狭义的资本结构仅指主权资本及长期债务资金的来源构成及其比例关系,不包括短期债务资金。

(二) 资本结构调整

最佳的资本结构,是指企业在一定时期内,使加权平均资金成本最低、企业价值最大时的资本结构。

最佳资本结构的判断标准有:(1)有利于最大限度地增加所有者财富,能使企业价值最大化;(2)企业加权平均资金成本最低;(3)资产保持适当的流动,并使资本结构富有弹性。

其中,加权平均资金成本最低是其主要标准。能满足以下条件之一的企业,有可能按目标资本结构对企业现有资本结构进行调整:(1)现有资本结构弹性较好时;(2)有增加投资或减少投资时;(3)企业盈利较多时;(4)债务重新调整时。

资本结构调整的方法有:(1)存量调整,即在不改变现有资产规模的基础上,根据目标资本结构要求,对现有资本结构进行必要的调整;(2)增量调整,

即通过追加筹资金量,以增加总资产的方式来调整资本结构;(3)减量调整,即通过减少资产总额的方式来调整资本结构。

三、资本运营的概念、内涵及特点

所谓资本运营是指以利润最大化和资本增值为目的,以价值管理为特征,将本企业的各类资本,不断地与其他企业、部门的资本进行流动与重组,实现生产要素的优化配置和产业结构的动态重组,以达到本企业自有资本不断增加这一最终目的的运作行为。

关于资本运营的含义,有不同的看法。一种看法是,企业资本运营就是企业外部交易型战略的运用,兼并、收购与重组是企业外部交易型战略最复杂、最普遍的运作形式,也是资本运营的核心;还有一种看法认为,资本运营是对资本的筹划和管理活动,这种界定比较宽泛,它没有将资本局限在狭义的资本金范畴,而是将一切可以利用的资源都看作可以增值的资本,资本运营除了产权经营活动之外,还包括可以使资本获得最大增值的一切活动,如实业资本、产权资本、金融资本、无形资产等的运营。这就是资本运营的广义定义,其内涵大致可以分为三个方面:一是资本的内部积累;二是资本的横向集中;三是资本的社会化控制。从经济学意义上看,资本运营泛指以资本增值为目的的经营活动,其内涵颇为丰富,生产经营(商品经营或产品经营)自然包括在其中。但若从其在我国产生及使用的背景来看,资本运营则又是作为与生产经营相对应的一个概念提出并加以利用的。从这一意义上讲,目前我们通常所说的资本运营是一个狭义的概念,其主要是指可以独立于生产经营而存在的,以价值化、证券化了的资本或可以按价值化、证券化操作的物化资本为基础,通过优化配置来提高资本运营效率和效益的经济行为和经营活动。

资本运营一般包括四个要素:运营主体、运营资本、运营对象和运营手段。另外,还需要有一个良好的运营环境即资本市场。资本运营的一个前提是运营主体必须要有资本,必须区分自有资本和借入资本,必须在自有资本经营的基础上实现资本融通,即在必要时以合适的价格出让或购买货币资本的使用权,并且善于盘活资本,把死资本变成活资本,加速资本周转。

资本运营的目的就是在利润最大化原则下使资本在再生产过程中实现保值和增值,使资本更有效率,并能不断地实现资本扩张。需要注意的是,这里所说的资本运营已经超出了一般产品再生产过程的资金运营的意义。它的更深刻的含义是指如何使企业具有强大的实力,即企业的核心能力,从而使企业具有竞争能力和资本扩张能力。企业内部的资产重组,企业间的兼并、收购和重

组,都是资本运营的重要内容(一般讲资本运营,多是指企业间的兼并重组),对于企业的发展都具有重要的意义。资本运营是企业发展到一定阶段后,结合内外资源状况寻求自身进一步发展时的一种内在需求。成功的资本运营与资本市场的发展与完善是密不可分的,成熟的资本市场和蓬勃发展的投资银行产业作为资本运营的一种外部力量同样起着重要的推动作用。

资本运营的特点主要有以下四个方面:(1)资本运营的对象是价值化、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;(2)资本运营的核心问题是通过优化配置来提高资产的运行效率,以确保资本不断增值;(3)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价值的增加;(4)资本运营中资本的循环与生产经营中资本的循环不尽相同,例如,它可以表现为货币资本、虚拟资本两种形态,有时也可以表现为生产资本、货币资本、虚拟资本三种形态。

四、企业的资本运营能力和条件

(一) 企业的资本运营能力

资本运营就是通过收购、兼并、重组、分拆、合并、置换、变现等多种手段,对资本化或证券化(即价值化)的企业资源进行存量调整,实现质量优化,促进增量扩大(即资本集中)的一种行为。通过这种行为,就可以使企业在短时期内扩大其资本数量、增强其竞争优势。

资本运营能否成功的关键在于资本运营能力的大小。所谓企业的资本运营能力,主要是指企业通过物化资本的优化组合来提高其运行效率和外生效应的能力。企业资本运营能力中的运行效率主要是指其资本的增值能力,这是企业经营的“内功”;而其外生效应能力则是指资本的扩张力,这是企业经营的“外功”。“内功”和“外功”是相辅相成的,它们互为前提、互为条件,共同构成了企业的“可增长能力”。

(二) 企业资本运营的条件

1. 企业必须建立与资本运营相适应的组织形式

组织其实就是一组比较长期的契约关系的组合,通过长期的契约关系来替换短期的市场交换关系,可以保证交易的稳定性、安全性、高效性和低成本性。这是因为,组织可以通过制定内部的规则以及组织构架本身所内含的运行特征来实现某种特定的目标。组织的构建就是为了有效地对活动过程加以控制,以求交易能够低成本地顺利运行。建立在股份制基础上的企业架构,即公司制相较于其他公司形式,更有利于推动企业间各种形式的联合、兼并,并有利于按照

国际惯例来参与各种资本运营活动。

2. 企业必须按照资本增值最大化原则实行资本运营

在资本运行中实现资本的保值和增值是资本运营的基本目标,也是资本区别于货币的本质特征。资本的保值和增值具体体现在企业利润的最大化、股东权益的最大化和企业价值的最大化。虽然在实践中,企业利润最大化存在着忽略资金时间价值、忽略创造的利润与投入资本的关系、忽略风险因素和可能导致企业短期行为等缺陷,但是,它可以在追求资本最大限度增值方面提供制度性保障。

股东权益最大化可以有效避免利润最大化目标的片面性,它全面地关注时间价值、风险因素和投入产出关系。决定企业价值的基础是企业获利能力的大小,如果企业价值大于企业全部资产的账面价值,就说明企业的资本是增值了,在资本运营过程中,就可以将企业作为一个整体出售以获得较大的收益。企业价值最大化具有全面性,它是根据企业未来各期的预期收益和考虑了风险报酬率的折现率(资本成本)来计算的,既考虑了货币的时间价值,又考虑了投资的风险价值。

上述三个最大化之间存在着密切的联系,只有实现了利润最大化,才能实现股东权益最大化,才能实现企业价值的最大化,因此,这是一种互为基础和前提的关系。

3. 企业必须筹集资本运营所需要的符合规模经济要求的资本

资本运营必须具备基本的起点规模,只有规模达到一定程度,方能具备市场运作的资格和条件。虽然我国2014年3月1日起施行的修改版《公司法》放宽了注册资本登记条件,明确除法律、法规另有规定外,取消有限责任公司最低注册资本3万元、一人有限责任公司最低注册资本10万元、股份有限公司最低注册资本500万元的限制;不再限制公司设立时股东(发起人)的首次出资比例和缴足出资的期限;公司实收资本不再作为工商登记事项,但是,从经济学的角度讲,只有资本达到了一定的规模,才能在实现规模效益的前提下实现企业整体运营效率的最大化。规模效益主要是指产品生产规模的经济性、工厂规模的经济性和公司规模的经济性。对不同的产业而言,规模经济性有着不同的边界,任何超越边界的规模溢出都会带来交易成本的上升,进而造成不经济,也会给资本运营造成负面影响。在合理边界内的规模经济可以为资本运营创造运作空间。

4. 企业必须建立与资本运营相适应的经营者约束与激励机制

经营者约束与激励机制的建立及其合理性,可以有效地决定企业管理层的价值取向和行为规范,进而决定企业剩余索取权的最终归属,有助于企业产权