

GONGSHANGGUANLIXILIECONGSHU

工商管理系列丛书

曹洪军 等著

资本运营

新论

ZIBENYUNYING
XINLUN



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

工商管理系列丛书

曹洪军 等著

资本运营 新论

经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

资本运营新论/曹洪军等著. —北京: 经济管理出版社, 2004

(工商管理系列丛书)

ISBN 7-80162-854-3

I. 资... II. 曹... III. 资本运营 IV. F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 008411 号

出版发行: **经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

邮编: 100038

印刷: 北京晨旭印刷厂

经销: 新华书店

责任编辑: 卢小生

技术编辑: 蒋 方

责任校对: 超 凡

787mm×1092mm/16

17.5 印张

295 千字

2004 年 7 月第 1 版

2004 年 7 月第 1 次印刷

印数: 1—6000 册

定价: 30.00 元

书号: ISBN 7-80162-854-3/F·768

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

《工商管理系列丛书》序言

近些年来，随着大量介绍西方先进的管理学译著以及研究国内最前沿问题论著的不断涌现，国内管理学研究取得了突飞猛进的进展。理论的发展是实践的必然要求，但是，从客观上讲，我国工商管理学科发展还滞后于管理实践。随着我国经济体制改革的深化，国内企业更多地参与激烈的市场竞争，这就对企业管理实践提出了更高的要求。实践既呼唤着管理学科进一步的发展与繁荣，又为其发展创造了条件；同时，理论和实践也是互动的，工商管理学科的新发展必将推动企业管理创新能力的提高。

从这一点出发，中国海洋大学管理学院一批学术带头人撰写了工商管理系列丛书，目的就是抛砖引玉，进一步推动工商管理学科的发展与繁荣，也为企业实践提供更好的理论咨询和参考。

该丛书包括《资本运营新论》、《企业的适应性战略》、《财务理论专题》、《营销管理创新研究》、《跨地区经营企业会计问题研究》、《顾客价值链与顾客满意》和《旅游管理新论》。该丛书具有以下一些特点：

首先，丛书作者都是多年从事教学、科研的第一线人员，科研、教学能力突出，而且都根据自己的经验有感而发，理论与实践相结合，对深化教学、科研均有所裨益。

其次，丛书立足于研究管理学科最前沿的问题。该丛书不仅着眼于各传统管理学科的新进展，而且更注重管理学的前沿问题的研究。同时，尽可能采用最新的研究资料和研究方法，保证了研究的时效性和科学性。

再次，丛书具有一定的创新性。该丛书不追求面面俱到，不求

系统，但力图在研究领域、研究深度、分析技术的某些方面有所突破，以求推动学科的进一步发展。

最后，丛书具有相当的实践指导性。该丛书集中于研究企业管理实践中的热点问题，从实践中来，但高于实践，并对企业更好地实践提供指引。

工商管理系列丛书编委会

2003 年 12 月

编委会成员名单

主任委员：陈佳贵

副主任委员：吕 政 曹洪军

委 员（以姓氏笔划为序）：

王竹泉	王林生	王 森	毛蕴诗
邓荣霖	刘世锦	汤云为	权锡鉴
吴世农	李海舰	李维安	郑海航
赵纯钧	郭道扬	徐二明	贾生华
席酉民	曹凤岐		

目 录

1 资本运营概述	1
1.1 资本与资本运营.....	1
1.2 资本运营的原则及其创新发展.....	3
1.3 资本运营的过程与方式.....	7
1.4 资本运营的战略与决策.....	12
1.5 资本运营控制.....	21
2 金融资本运营（上）	28
2.1 金融资本运营的含义与特点.....	28
2.2 金融资本运营的理论基础.....	30
2.3 金融资本运营的过程与原则.....	34
2.4 股票投资.....	37
2.5 债券投资.....	45
2.6 期货与期权投资	55
3 金融资本运营（下）	65
3.1 证券投资业务.....	66
3.2 信贷资产证券化.....	73
3.3 银行并购.....	82
3.4 银行不良资产的处理——债转股.....	88
4 产权资本运营（上）	95
4.1 产权资本运营的概念.....	95
4.2 西方产权资本运营理论综述	105
4.3 产权资本运营的策略与技巧	112

4.4 代理权争夺与产权资本运营	122
4.5 产权资本运营中的中介组织与政府	128
5 产权资本运营 (下)	133
5.1 企业扩张战略	133
5.2 企业收缩战略——售出	141
5.3 产权资本的内部运作	151
6 无形资本运营	160
6.1 无形资本运营概述	160
6.2 无形资产评估	166
6.3 无形资本运营方式	175
6.4 无形资本运营的国际化	183
6.5 无形资本运营应注意的问题	187
7 投资银行与资本运营	191
7.1 投资银行在资本运营中的地位与作用	191
7.2 投资银行的组织管理	205
7.3 投资银行的业务	213
7.4 投资银行与其他中介机构的分工与合作	220
8 跨国并购——资本运营的全球化趋势	224
8.1 跨国并购的理论支撑	225
8.2 跨国并购的特点与发展趋势	238
8.3 跨国并购的模式	246
8.4 外商并购控股我国企业的主要模式	250
8.5 外资并购对中国经济的影响	253
8.6 跨国公司与国有企业的双赢战略	260
参考文献	267
后 记	269

资本运营概述

1.1 资本与资本运营

1.1.1 资本的涵义与功能

(1) 资本的涵义

资本是经济学中一个重要的范畴。根据马克思在《资本论》中的叙述，资本是能够带来剩余价值的价值，是资产的价值形态，是能够带来未来收益的价值。资本的涵义包括三个层次：一是资本可用价值形式表示。如果某项财产不能用价值衡量，那么就不可能成为资本。二是资本能产生未来收益。人们通过对资本的运用，必须能够形成未来收益。三是资本是一种生产要素。在现代社会经济生活中，进行生产经营活动，离不开资本，资本是“经济产出的耐用投入品”。^①

(2) 资本的功能

资本作为能够增值的价值，是企业实现资源配置、取得市场竞争优势的重要生产要素，也是企业充分发挥其在社会主义市场经济中的作用的提条件。资本作为能够为企业带来增值的价值，就其在市场经济中发挥的功能而言，主要包括以下几种功能：

第一，保全功能。资本保全是企业为了维持原有的经营规模，实现持续经营，在企业经营的整个过程中不断地从收入中划出相当于资本存量下降的部分

^① [美] 萨缪尔森：《经济学》，中文第 14 版，第 55 页，中国发展出版社，1996 年。

来补充资本,以保证资本的安全与完整。

第二,增值功能。作为最基本的功能,资本增值是指随着企业自身的发展,将增值的一部分作为积累再投入到扩大再生产中,如此周而复始,积累不断增加,促进企业的进一步发展壮大。

第三,流动功能,亦称为运动功能。资本对增值无限度的追求也决定了资本运动是无止境的,资本运动既决定着资本从实物形态到价值形态的转换,也决定着资本从一个行业到另一个行业、从一个地区到另一个地区、从一个所有者到另一个所有者的转换。

探讨资本的范畴和功能,目的在于运用马克思主义的资本理论,更好地解决现实问题。长期以来,作为我国公有经济主体的国有企业的效益低下,成为制约我国经济发展的“瓶颈”。通过对资本涵义的重新确认,我们认识到,国有资本也是资本——国家拥有所有权和处置权的资本,资本增值也是其目标之一。现阶段企业改革的重点之一就是明确资本增值的目标,通过改革寻找国有资本人格化的途径,确定国有资本出资人制度。资本的本质还涉及国有资本的配置问题,目前应在正确理解国有资本有进有退、有所为有所不为的基础上,实现资本从不能增值的企业向资本增值企业的流动。

1.1.2 资本运营

资本运营的前提是资本。长期以来,资本作为能够带来价值增值的商品,一直被认为是资本主义所特有的范畴,社会主义条件下不存在资本。其实,这是一种误解,其错误在于没有区分资本的本质属性与资本的社会属性。所谓资本的本质属性,是指资本的本质特征,是增值性和流动性的统一,资本是能够增值的价值;资本的社会属性,是指不同的社会形态和社会关系中资本本质特征的不同表现。因此,无论是在社会主义市场经济条件下,还是资本主义市场经济条件下,资本范畴都同样适用。

在社会主义市场经济条件下,一切社会资源、生产要素,包括有形的、无形的都可以以资本形式加入社会经济活动中,通过各种方式实现其增值。所谓资本运营就是指企业遵循资本的运动规律,把可支配的各种资源和生产要素进行运筹、谋划和优化配置,以实现最大限度增值目标的一种经营管理方式。

一切社会资源、生产要素作为潜在的资本能否增值,取决于它们能否进入到一个能够增值的资本结构中去;其增值能力的大小,取决于所进入的资本结构的优化程度。资本运营的任务就是要把各种互不关联的资本要素组织到一个

具体的结构中,并优化结构,实现资本增值的目标。在社会主义市场经济条件下,企业作为市场主体,作为各种资本要素构成的集合体,其经营管理活动就要围绕着如何把进入企业经济活动的每一种资源、每一种生产要素进行优化配置而展开。因而,资本运营是建立现代企业制度的必然要求。企业的一切活动都必须服从于资本的增值目标,作为市场主体和法人实体的企业,是资本生息和价值创造的场所,是资本集结的载体,社会主义市场经济要求企业进行高效率的规模化经营,而资本运营则是企业实现规模经济效益的最佳选择。要将市场经济条件下的企业经营好,必须充分认识到市场经济中的企业实际上是资本运营的载体,市场经济中的企业经营实质上就是企业的资本运营,它与传统的企业商品经营有着明显的区别。

1.2 资本运营的原则及其创新发展

1.2.1 资本运营的内容

资本运营的内容极为丰富,可以从不同的角度来划分。

从资本运动过程来划分,包括从资本的组织、投入、营运、产出和分配的各个环节、各个方面。

从资本的运动状态来划分,可以分为存量资本运营和增量资本运营。存量资本运营指的是投入企业的资本形成资产后,以增值为目的而进行的经济活动。资产营运是资本得以增值的必要环节。企业还通过兼并、联合、股份制、租赁、破产等产权转让方式促进存量资本的合理流动和优化配置。增量资本运营实质上是企业的投资行为。因此,增量资本运营是对企业的投资活动进行筹划和管理,包括投资方向的选择、投资结构的优化、筹资与投资决策、投资管理等。

从资本运营的形式和内容来划分,可以将资本运营分为实业资本运营、金融资本运营、产权资本运营以及无形资本运营等。实业资本运营是指以实业为对象的资本运营活动;金融资本运营是指以金融商品为对象的资本运营活动;产权资本运营是指以产权为对象的资本运营活动;无形资本运营是指以无形资本为对象的资本运营活动。

1.2.2 资本运营的原则

(1) 资本系统整合原则

企业的资本由各种要素构成,资本要素有机地结合成各个资本运转环节,各个资本运转环节连接起来构成了资本系统的整体运动。资本运营要带动整个资本系统整体运动,从各个运动环节到每个资本要素,相互关联和衔接,相互配合和促进;从外部看,资本系统中各个部分和总体的运动方向是一致的,没有内耗,发挥整体功能;资本运营活动不能杂乱无章,要有总体战略,既要遮实施战略的基础上抓住有利时机进行资本运营活动,又要在经济大环境概变时调整资本运营战略。在较长的时间内,使资本运营显现出最大功效。

(2) 资本结构最优原则

资本结构,是指一定时期内,企业的资本总量中所含各要素的构成及其数量比例关系。从资本的筹集来划分,资本结构表现为负债和所有者权益的关系;从资本的投入来划分,资本结构表现为固定资本和流动资本的关系;从资本的物质形态来划分,资本结构表现为有形资本和无形资本的关系;从资本的职能来划分,资本结构表现为货币资本、储备资本、生产资本、成品资本和结算资本的关系;从资本的投向来划分,资本结构表现为资本的产业结构、产品结构、风险结构、空间结构和时间结构等。最优资本结构必须满足两个要求:一是使企业所控制的资本发挥最大作用,整体功能最强;二是企业整体抵抗风险的能力最强。

(3) 资本规模最优原则

资本运营的目标之一是扩大企业资本规模,实现企业资本增值。但是,规模扩大会增加嫩部管理费用,因而企业资本运营的规模并非越大越好,而应保持适度规模。只有适度规模,才能既发挥规模经济优势,又能克服因规模增大而带来的成本增加。

(4) 资本面向市场原则

资本面向市场就是在企业内部引入市场机制、实行市场化管理,以市场标准严格考核,发挥资本的最大使用价值;企业自有资本不能发挥最大功能时,应该走向市场;企业需要的资本可以从市场上筹措,利用市场上一切可利用的资本进行资本运营。

(5) 竞争力最大原则

资本运营要使企业的市场竞争力最大,这种竞争力体现在企业所开展的业

务上：生产能力最强，能满足市场的各种需求；生产效率最高，在同类产品生产中成本最低；服务最完善，充分满足顾客的要求；优先开发新产品和服务，带动市场走势；产品在市场份额中比例最大，等等。有了较大的竞争力，企业就能进行良性循环的资本运营。

(6) 资本的运动增值原则

资本不能闲置，必须处于运动中，让其在运动中实现增值；另外，将闲置的物品投入到经济活动中，能够带来价值就可成为资本，让其流动实现增值；对于已处于运动中的资本，改变或创新其运动方式，带来比原先更多的价值。

1.2.3 资本运营的创新发展

(1) 资本运营是我国企业经营管理的新方式

与传统的生产经营管理方式相比，资本运营具有如下特点：

①资本运营是以资本导向为中心的企业运作机制。传统的生产经营是以生产导向为中心的运作机制，企业只注重产品的生产和开发，不注意资本的投入产出效率；只注重产品的品种、质量问题，不注意资本的形态、资本运营的质量、资产负债结构等问题；只注重产品价格和原材料、设备成本的变动，不注意资本价格和价值的变化。而资本运营是以资本导向为中心的企业运作机制，要求企业在经济活动中始终以资本保值增值为核心，注重资本的投入产出效率；通过资本组合降低或分散资本运营的风险，保证资本形态变换的连续性；资本运营围绕实现资本最大限度增值的主要目标，通过兼并、控股、租赁等形式，重视资本的支配和使用而非占有。

②资本运营是一种开放式经营。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。企业家不仅关注企业内部资源，通过企业内部资源的优化组合来达到价值增值的目的；而且利用一切融资手段、信用手段增加利用资本的份额，重视通过兼并、收购、参股、控股等途径实现资本的扩张，使企业内部资源与外部资源结合起来进行优化配置，以获得更大的价值增值。资本运营这种开放式经营，使经营者面对更广阔的空间，要求打破地域限制、行业限制、部门限制、产品限制，将企业不仅看做是某一地域、某一行业、某一部门中的企业，也不仅是生产某一类产品的企业，而是视为价值增值的载体，企业面对的是所有行业、所有产品和整个世界市场。

③资本运营是一种结构优化式经营。资本运营通过结构优化对资源进行合

理配置。结构优化包括对企业内部资源结构进行优化；实业资本、金融资本、产权资本等资本形态结构的优化；存量资本和增量资本结构的优化以及资本运营过程的优化等。

④资本运营是以人为本的运营。企业的一切经营活动都是靠人来进行的，人是潜能最大同时又是极易被忽视的资本要素。资本运营把人看做是企业资本的重要组成部分——人力资本，把对人力资本的运营作为资本增值的主要手段。

⑤资本运营的规模越来越大。市场竞争的加剧迫使企业选择强强合并，使得并购价值日益增大。例如，1999年美孚石油公司和埃克森石油公司的并购案值为766亿美元；同年，意大利电信公司和德国电信公司并购金额达2150亿美元；而新世纪伊始的美国时代公司与华纳公司合并案值则高达3000亿美元以上，创造了迄今为止世界并购案值的最高纪录。

⑥资本运营日趋国际化。随着世界经济交往的日益频繁和国际联系的日益密切，企业的跨国运营迅速发展，使得跨国并购成为企业向国外扩张的一种有效手段。并购企业可以根据自身的战略需要，选择合适的海外目标企业，并利用目标企业的市场迅速占有目标企业所在国的市场，从而大大缩短企业的建设周期并降低投资风险，发挥高起点的嫁接效应，直接参与市场竞争。

⑦资本运营的科技导向日益显著。随着新知识经济时代的到来，科技实力、科技能力和科技含量的高低已经成为判断企业成长力和竞争力的决定性因素。当前资本运营越来越向高科技企业和高新技术产业方向倾斜和渗透，越来越多的企业也逐渐将那些新崛起的高科技企业和高新技术企业作为并购目标。

（2）资本运营的理论创新

经济全球化的发展对企业的资本运营提出了更高的要求，经济学界针对资本运营的研究提出了新的理论观点。

①以企业并购为核心的垄断优势论。该理论认为，经济国际化发展的趋势、日趋激烈的市场竞争迫使各国企业集团（包括跨国经营的企业集团）越来越重视企业所拥有的市场份额，而夺取较高市场份额的有效途径则是实现其核心层的规模经营和整个集团的有效经营。实施真正意义的企业并购主要依赖于资本运营——即通过纵向并购实现核心层的规模经营；通过横向并购实现整体的多元化经营。这样，既可以提高企业的市场占有率，又可以通过成功的资本运营策略和内部管理战略使企业集团在一定的区域，如一个国家

或世界某一经济区内逐渐形成一个或几个产业的垄断优势,从而减少企业的竞争对手,进一步增强控制市场份额的能力,降低外部环境(如政局动荡等)对企业的不利影响,让大量闲置资本流动起来,避免因生产能力过剩而引起的降价竞争。

②科技资本导向理论。资本运营的本质是追求高的资本投入回报率,因而资本由低回报率产业向高回报率产业流动是资本运营的必然结果,也是资本流动或资本运营的导向。市场经济社会的经济发展越来越依赖于科技的支撑,高科技企业和高新技术产业的迅猛发展已充分证明了这一点。该理论认为,在市场要素的供求关系确立的条件下,需求大于供应,则高科技等于高盈利。以并购企业为内容的资本运营,其并购的目标企业就是它的运营产品,要想使产品获得高盈利,必然追求产品的科技含量:或者并购完成后注入高科技或高新技术;或者并购那些具备高新技术的企业,以取得最佳的并购绩效。

我国加入世界贸易组织,为具有实力的大企业进行资本运营提供了良好契机。在经济发展的现阶段,实施资本运营是我国企业建立现代企业制度和社会化大生产的必然要求,是企业实现规模经济效益的需要,同时也是企业调整优化产业结构的有效途径。

1.3 资本运营的过程与方式

1.3.1 资本运营的过程

资本运营过程,是指根据资本运营的目标,在分析企业外部环境和内部条件的基础上,制定资本运营战略,在该战略的指导下筹措资本和进行投资决策,开展资本运营活动,使资本增值。资本运营是一个连续不断的过程,在这个过程中各个阶段都充满着创新的机会,企业家应该用创新的眼光和思路,对资本运营过程的每一阶段进行安排,优化资本运营过程,以实现资本收益的最大化。

(1) 资本筹措

资本筹措是资本运营的起点,是实现资本扩张的主要方式。资本筹措包括确定资本积聚方式、优化资本结构等。首先是资本积聚方式。资本积聚有资本积累和资本集中两种方式。资本积累是资本运营主体将自己的一部分利润进行

再投资的方式。其特点是：资本所有权和使用权没有分离，责、权、利是统一的。缺点是：时间长、规模小。产业革命后，这种方式已不适应社会化大生产发展的要求，逐渐让位于其他更为有效的资本积聚方式，它成为一种辅助方式。资本集中是指不同资本所有者之间的资本集合，是社会资本的重新分配和优化配置。资本的相对集中首先是社会化大生产的客观要求。其次是优化资本结构。资本筹措不仅要处理好资本积聚的方式，还要优化资本结构。所谓优化资本结构，就是通过资本在不同产业、企业、产品之间及其内部的合理流动达到资本的优化配置，从而提高企业的资本运营效率。实现资本的优化配置要注意处理好以下几个资本结构问题：

①资本的产业结构。各个产业之间存在着一定的关联度，企业要通过调整投资方向、投资比例，促进产业结构不断向高级化、现代化转变；通过向多个产业投资，可以避免单一行业经营的风险，实现资本的优化组合。

②资本的产品结构。在企业发展过程中，要根据市场需求、竞争态势，将资本投在不同的产品上，通过优化产品组合，使不同的产品满足不同层次的需要，从而避免单一产品的风险。

③资本的空间结构。企业应考虑不同地域的经济资源条件、自然条件、经济实力、投资环境、市场需求，根据企业的经营战略，考虑企业本身的实力，将资本分布到一定的地区、国家。

④资本的时间结构。资本的时间结构是指资本在不同时间内的分布。资本作为一种资源是有限的，一方面在同一时间内，企业需要投资的项目很多，这就必须进行合理的筹划，分清轻重缓急；另一方面，要衔接好各个项目的投资时间，避免资本的闲置或短缺。

⑤资本的风险结构。一般来说，收益和风险是正相关的，高收益总是伴随着高风险。因此，要注意资本投资的安全性，把扩大规模与分散风险有机地结合起来考虑。

(2) 资本运用

资本运用亦即投资，是资本运营主体对资本要素进行运营形成资产的阶段。投资方式主要有实业投资、金融商品投资和产权投资三种。

①实业投资。也称为直接投资，是指企业建造厂房、购置和安装设备以及购买原材料等，以形成实体资产为目的的活动，与资本的形成相联系，其结果是资本存量增加，生产能力扩大。实体资产一旦形成，其变现能力就随之降低，尤其是固定资产，只能通过折旧实现价值转移。实体资产的运营是通过变

换资产的物质形态来取得收益,因而要求最大限度地发挥资产的整体优势,当资产运营不能带来满意的收益时,可以通过租赁、拍卖等形式,将其活化为价值形态。

②金融商品投资。是指为获得收益和资本增值而购买金融商品的活动,其结果是企业所持有的金融资产的增加。

③产权投资。是指以产权为对象的投资。直接投资的要素是劳动力、生产资料、技术等,而产权投资则是以这些投资要素的部分或整体集合为投资要素。产权投资的主要形式包括兼并、收购、参股、控股、租赁等。由于投资方式和数量的不同,产权投资形成的资产形式也不相同。当企业收购的股权达不到控股要求时,获得的资产可视为金融资产;当达到控股要求后,企业就有权对其资产进行经营活动,属于产权投资。

(3) 资本增值的具体过程

①实业资本的运动和增值过程。实业资本的运动和增值过程表现为: $G-W < \overset{A}{p}_m \cdots P \cdots W' \cdots G'$ 。整个过程包括如下几个阶段:

第一,购买阶段 $G-W$ 。资本首先采取货币资本形式 G ,企业用它来购买所需生产资料 p_m 和支付劳动者的劳动报酬 A 。货币资本的职能在于使预付的资本价值由货币资本转化为生产资本。

第二,生产阶段 $W \cdots P \cdots W'$ 。货币资本经过购买阶段转化为生产资本要素后,必须立即进入生产阶段。生产资本的职能是进行生产消费,消费生产资料和劳动力,转化为商品资本。

第三,销售阶段 $W'-G'$ 。销售阶段是由商品资本到货币资本的转化,资本又从商品形式回到了最初的货币形式,实现了价值增值。这一阶段在生产过程中起着非常重要的作用。商品资本如果不能完成向货币资本的转化,已经增值的资本价值仍采取商品形式停滞在市场上,生产过程就不能从实物形态上得到补偿,生产过程就会停顿下来。商品资本向货币资本($W'-G'$)的转化速度快慢以及是否全部转化,将影响资本获得收益的大小以及资本扩张和收缩的速度。

②金融资本的运动和增值过程。金融资本的运动和增值过程为: $G-Gw-G'$ 。 G' 为投资增值额,是货币商品所代表的价值发生变化及供求关系变化的结果。金融资本运动过程包括如下几个阶段:

第一,购买阶段 $G-Gw$ 。在这一阶段,货币资本 G 购买货币商品 Gw ,如证券、票据、外币等。 Gw 所代表的货币商品价值中已包含了一个增值额。