

# 资本经营财务概论

伍中信摇著

西南财经大学出版社

# 目 录

第一章 资本经营与财务经营 .....	( 员 )
第一节 从生产经营到资本经营 .....	( 员 )
第二节 马克思的资本经营观 .....	( 缘 )
第三节 资本经营与现代财务经营 .....	( 苑 )
第二章 资本市场与财务信息 .....	( 员 )
第一节 资本市场概论 .....	( 员 )
第二节 资本市场的功能 .....	( 圆 )
第三节 我国资本市场的发展状况 .....	( 圆 )
第四节 财务信息对资本市场的影响 .....	( 猿 )
第三章 资产组合(上)理论与实证研究 .....	( 源 )
第一节 资产组合理论与模型 .....	( 源 )
第二节 资产组合理论的发展和创新 .....	( 缘 )
第三节 资本资产定价模型与 配理论的相关性及其应用 .....	( 远 )
第四节 资本组合理论的应用研究 .....	( 苑 )
第五节 资产组合价值及管理 .....	( 苑 )

第四章 投资组合(下):金融资产投资运作 .....	( 愿 )
第一节 摇证券投资策略 .....	( 愿 )
第二节 摇投资基金管理 .....	( 怨 )
第三节 摇衍生金融工具投资管理 .....	( 愿 )
第五章 资本结构研究(上) 理论检视 .....	( 愿 )
第一节 摇马克思的资本结构理论 .....	( 愿 )
第二节 摇资本结构、资金结构与财务结构 .....	( 愿 )
第三节 摇西方早期的资本结构理论 .....	( 愿 )
第四节 摇莫迪利亚尼——米勒主张 .....	( 愿 )
第五节 摇发展的资本结构理论 .....	( 愿 )
第六节 摇产权理论与博弈模型 :从非对称信息理论开始的研究 .....	( 愿 )
第六章 资本结构研究(下):“债转股”专题研究 .....	( 愿 )
第一节 摇债权转股权 :优化国有企业资本结构的现实选择 .....	( 愿 )
第二节 摇存在的主要问题与基本思路 .....	( 愿 )
第三节 摇金融资产管理公司的财务运作 .....	( 愿 )
第四节 摇资本市场建设与 粤配的发展前景 .....	( 愿 )
第五节 摇债转股的风险管理 .....	( 愿 )
第七章 资产重组论(上) 理论分析与实证研究 .....	( 愿 )
第一节 摇从“ 企业重组 ”谈起 .....	( 愿 )
第二节 摇资产重组的财务意义 .....	( 愿 )

第三节 企业买壳上市的财务效应分析 .....	( 156 )
第四节 上市公司资产重组板块财务运行状况实证分析 .....	( 157 )
第八章 资产重组论(下):不同模式的现实运作 .....	( 158 )
第一节 上市公司资产重组 .....	( 158 )
第二节 企业并购的财务管理 .....	( 160 )
第三节 企业托管的财务管理 .....	( 161 )
第四节 企业重整的财务管理 .....	( 162 )
第九章 上市公司财务分配问题研究 .....	( 163 )
第一节 知识经济与企业分配制度创新 .....	( 163 )
第二节 股票期权制的财务功能及其运作问题研究 .....	( 164 )
第三节 股票股利对股价、公司潜力及市场效率影响的实证研究 .....	( 165 )
第十章 我国资本市场和资本经营的财务风险防范和控制 .....	( 166 )
第一节 理论与现实:资本市场与资本经营中财务风险的成因与现状 .....	( 166 )
第二节 资本市场财务风险的监控指标体系 .....	( 168 )
第三节 资本市场财务风险的防范和控制 .....	( 169 )
第四节 资本经营财务风险防范和控制 .....	( 170 )
后记 .....	( 171 )

# 第一章 资本经营与财务经营

## 第一节 从生产经营到资本经营

随着我国经济体制的改革，企业经营管理的方式也在不断地发展变化，先后完成了由产品生产向商品生产、由单一生产型向生产经营型的转变，人们称为“两次跳跃”。随着市场经济的确立和发育，资本市场也在不断的得到规范和发展，企业的经营管理方式又逐步向资本经营型发展。这被称为企业经营的“第三次跳跃”。

所谓资本经营，即把企业所拥有的一切有形与无形的存量资产变为可以增值的价值资本，通过优化配置与流动，进行有效运营，以实现资本最大限度的增值。从财务的角度看，由于企业财务是对企业资产所进行的价值化管理或资本化管理，企业的资本经营实质上就是企业财务功能在资本市场条件下的特殊表现。从这个意义上，资本经营就相当于财务经营。

### 一、生产经营与资本经营的联系

依前所述，我们说从生产经营向资本经营的过渡，并不是为了表明在计划经济条件下就没有资本经营和市场条件下就不再要生产经营。其实，在计划经济中，企业生产也涉及资金的来源与  
员

运用，也有赢利亏损和关停并转。但那时的资本经营与现在的资本经营又确有不同。根本区别是靠计划还是靠市场信号来引导资源流向，以及是由政府还是由企业来充当决策主体。我们现在提倡资本经营，是想把“只注重生产经营，不注重资本经营”的观念转变过来，发展成为两种经营齐头并进的态势，最终提高企业经营管理水平，促进社会资源优化配置。

资本经营与生产经营在本质上是一直联系在一起的，从历史的演进角度看，资本经营与生产经营的分与合大致有四个阶段：(员) 在 员世纪末以前，资本经营与生产经营基本上是合一的；(圆) 随着企业制度的变迁、所有权与经营权或控制权的分离以及资本市场和产权市场的发展，资本经营开始成为一种可以与生产经营分层运作的经营活动；(猿) 分层运行的价值资本和物化资本，由于公司制度和产权制度的不断完善，其内在联系又不断加强，这就为以资本运作作为先导来重组生产力各要素的经营活动提供了可能，资本经营开始成为重组市场要素的基本手段；(源) 从资本经营中发展起来的资本管理及营运原则和方法被广泛应用于生产经营的管理之中，企业本身也大量进行资本的直接运作，资本经营与生产经营又在更高的层次上联系在一起。

生产经营与资本经营之间，应该是相互依赖相互促进的关系。首先，它们共同服从与服务于公司的发展战略。企业要赢得市场竞争优势，必须制定正确的战略计划，确定公司发展的主要方向、利润、增长、资产价值目标，以及参与市场的基本策略。战略计划统帅经营计划。经营计划包括生产进度、原材料采购、基本建设、设备更新、销售等内容。其中既涉及生产经营，又涉及资本经营。在完成企业发展战略的过程中，生产经营与资本经营都是实现目的的手段，它们相辅相成，密切配合，彼此并无高

圆

下之分。其次，工商企业的资本经营，在配合和促进生产经营的同时，又依赖和服务于生产经营。企业为什么要筹措资金？因为要维持和扩大再生产，企业为什么能筹措到资金？因为它的生产经营回报高。如果资金成本大于投资回报，那么，只要资本预算约束是硬的，企业就不会或不该融入资金；只要信息是公开披露的，投资者也就不会或不该投入资金。在筹资成本既定的情况下，决策取决于预期投资回报率，而投资回报率又取决于市场机会、产品前景、生产能力、同业竞争、经营风险等多种因素。因此，归根结底，决策取决于企业的生产经营水平。我们现在重组企业，然后让它们到境内外的证券市场中上市，再用募集的资金上新项目，进新资产，出新效益，然后再上市场融资。这样做，可使优势企业迅速扩张，是很高明的资本经营运作。但是，诚如经验所表明的，资产经营成功的关键是：第一，项目选择。项目选准了，资本经营就成功了一半。但选项目的依据，仍然是企业的生产经营前景。第二，企业管理。企业经营管理不善，不仅存量资产不能盘活，而且增量资产也会被套牢。只有企业不断提高生产、财务、营销、人事等管理水平，其资本经营才能进行良性循环。再次，从企业的组织结构看，生产经营与资本经营也是平等、协作的功能分工。生产副总裁和财务副总裁等也是同层次、相配合的职务安排。他们所分管的部门之间，通过工作午餐、联络员、碰头会等正式和非正式的形式，依一定的规则与程序，进行日常的信息沟通和工作协调。比如一项资本预算决策，即在各种可供选择的投资机会之间配置资金是企业最重要的决策。这种决策虽然属于资本经营研究的范畴，但是，一方面，它关系到公司的全局和未来发展，另一方面，它需要各种知识。所以，总是由有生产、技术、营销等经理参加的最高经营者会议集体决

定，而不会也不能由财务经理单独决定。

## 二、生产经营与资本经营的区别

一般来说，生产经营是以物化资本为基础，以生产和经营商品为手段，通过不断强化物化资本，提高市场效率，来获取最大利润的一种商品生产经营活动。它有以下几个特点：

（员）生产经营的基础是物化资本，其中生产产品的工艺技术装备具有重要意义。

（圆）现有的物化资本在经营中一般是非交换对象。

（猿）生产经营的核心问题是根据市场需求状况及其变化趋势决定生产什么、生产多少、如何生产。

（源）投资活动主要围绕强化物化资本和产品开发来进行，如以量的扩大和质的提高为目的的固定资产更新、改造、新建等。

（缘）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。

（远）资本的循环一般要依次经过购买、生产和售卖三个阶段，顺序地采取货币资本、生产资本、商品资本三种职能。

资本经营则与生产经营不同，它一般不通过产品这一中介，而是以资本直接运作的方式来实现资本增值，或是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。所以，与生产经营相比，资本经营具有以下几个特点：

（员）资本经营的对象主要不是产品本身，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。资本经营虽然极为关注资产的具体形态及其配置，但更为关注资本的收益和市场价格，以及相应的财产权利。

(圆) 资本经营的核心问题是如何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。因此, 其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。

(猿) 资本经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值的增加。从根本上讲, 资本经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成本之间的差额。

(源) 资本经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, 资本经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(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。

## 第二节 马克思的资本经营观

资本经营由来已久, 但其作为明确的经营学概念产生于 19 世纪 70 年代的中国。在马克思的文献里, 虽然没有直接谈到资本经营的概念, 但他对资本经营的方式和内涵等内容有着许多精辟而带规律性的表述。

按照马克思的分析, 资本经营的方式大致包括两个方面: 一是资本的内部积累, 也即通过改善企业生产经营和改进技术, 提高经济效益, 创造更多利润并把利润转化为资本, 从而实现个别资本的内部积累; 二是资本的横向集中和资本的社会化控制, 即资本集中, “集中补充了积累的作用, 使工业资本家能够扩大自己的经营规模。” “资本迅速横向集中和资本的社会化控制, 由缘

分散的个别资本迅速集中成为联合的社会化资本的控制，也就是通过横向经济联合，发挥资本联合的优势，扩大生产能力，或促进协作和分工产生的生产力”。而“由协作和分工产生的生产力，不费资本分文”。针对资本集中优于资本积累的特性，马克思接着说：“假如必须等待积累去使用某些单个资本增长到能够修建铁路的程度，那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是，集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了”。

应该指出：马克思揭示的西方企业资本经营两个层面的方式，对我国目前实行资本经营战略有着积累的指导意义。比如搞企业兼并，是企业之间按照优胜劣汰的原则。实行产权有偿转让，其性质也是集中。可见，从靠单个资本的內部积累发展为资本集中，既反映企业适应生产社会化和国际化的经济发展不同阶段上资本营运的不同方式，同时，也表明两种方式是互为补充、并行不悖的关系。

如果我们从经济学角度，把资本经营泛指以资本增值为目的的经营活动，那么我们可以从马克思的文献中找到更多的关于资本循环与周转达到“资本增值”的资本经营的精辟见解。

马克思在谈到商品流通的形式时，指出为买而卖（ $M \rightarrow C \rightarrow M'$ ）和为卖而买（ $C \rightarrow M \rightarrow C'$ ）两种形式的本质区别，其实后一种形式便是资本经营的范畴。他说：“作为货币的货币和作为资本的货币的区别，首先只是在于它们具有不同的流通形式。作为流通的直接形式是  $M \rightarrow C \rightarrow M'$ ，……但除这一形式外，我们还要看到具有不同特色的另一形式  $C \rightarrow M \rightarrow C'$ ，…在运动中通过后流通的货币转化而成为资本”。他进一步说：“在  $M \rightarrow C \rightarrow M'$  中，两级  $M$  和  $M'$ ，如谷物和衣服，可能是大小不等的价值……两极相等倒可以说是这种形式的正常进行的条件”，但  $C \rightarrow M \rightarrow C'$  的远

流通形式的两极，在价值量上则不相等。“假如 1 磅原棉和 1 磅纱这个流通过程只是兜个圈子，是同样大的货币价值相交换，比如 1 英镑和 1 英镑交换，那末这个流通过程就是荒唐的、毫无内容的了。……1 磅原棉过程所以有内容，不是因为两极有质的区别二者都是货币，而是因为它们有量的不同。最后从流通中取出的货币，多于起始投入的货币。例如用 1 英镑买的棉花卖 1 英镑 10 先令，即 1 英镑 10 先令。因此，这个过程的完整形式是 1 英镑 = 1 英镑 10 先令，即等于原预付货币额加一个增殖额。”对于这样的增殖现象，马克思在另一处地方还指出，价值在这样的流通过程中会产仔，会生金蛋。所以我们称 1 磅原棉的发达流通形式，是能带来金蛋的流通形式，或称通过人们的经营努力能够获取金蛋的流通过程。马克思认为，这种货币相易的流通形式发展到资本主义时代，经过它加速资本的运动和资本扩张，便成为一种普遍性的形式，“不仅是商业资本，而是一切资本的流通形式”。

以上表述可以发现，马克思对发达流通形式的理解，实质上揭示了资本营运带规律性的东西。总之，一句话，发达的流通形式，表现为一个不断使本金（或资本）生出“金子”的过程。一个资本经营过程和一个造成社会财富不断扩大的过程。时至今日，这个客观目的性已经同人们主观努力的目标相一致，成为市场经济条件下为数众多的人们的活动目的和应遵循的规律。

### 第三节 摇资本经营与现代财务经营

在企业经营管理中，资本经营作为与生产经营相对应上的一

项经营活动是以价值化、资本化管理为特征的，并以价值和资本的增值为目标。在企业管理活动中，如生产、营销、开发、人事和财务活动，只有财务、会计活动才能担起价值化管理的重任，企业管理以财务管理为中心也就是因为财务管理具有价值化管理的综合特性。从现有资本经营的具体形式看，在证券市场上的有：上市、配股、股份回购和出售、可转换债券、认股权证、国际租赁、抵押、国际债务融资与投资基金等；在产权市场上的有：股份合作制、破产、购并、拍卖、出售、合资、租赁、承包、托管。其中，相当的部分涉及企业的资金尤其是长期资金的筹措，另一部分涉及企业资金的运用，即投资。而更主要的部分，则属于财务调节的范畴，它有着与筹资和投资相通的内涵，又有着自己独特的内涵和方式。比如说购并，它即可理解为投资，又要靠借贷和举债来融通，现在所说的债务重组，资产重组、产权重组等等，都属于这个范畴。除了上述理由外，资本经营与现代财务经营的同一性还体现在以下几个方面：

#### 一、资本经营的主体是财务主体

资本经营的主体必须是拥有独立财权的主体，否则就不可能有以资本的增值为目的的资本经营，在计划经济条件下，企业没有独立财权，企业资金被国家统一调度，因而那时即使有资本经营活动，其主体也是国家、政府，而不是企业。只有在市场经济条件下，企业成为拥有独立财权的市场主体，也因而成为资本经营的主体。

#### 二、资本经营的客体是本金，即财务资金

前面已叙，资本和本金以及财务资金是同义语，因而对资本的营运也就是对本金的营运，对财务资金的营运。不管它是有形的还是无形的，是实物资本，还是虚拟资本。

### 资本经营的目标与财务目标的一致性

资本经营与生产经营一样，都服从于企业经营的目标，而财务目标也有着与企业目标的一致性表述，这样，资本经营与财务经营都是通过同样的方式来达到本金增值的企业目标。

### 资本经营的重要内容是财务职能的具体分解

前文已述，在资本经营的内容中，我们都可把它们归于筹资功能、投资功能和财务调节功能之中，这三个功能正是财务资源配置职能的具体分解。体现到现代财务经济理论研究上，能够形成系统的研究的是：财务筹资职能对称于现代资本结构理论，财务投资理论对称于现代资产组合理论，至于财务调节职能还没有形成一个系统的理论，但在各国的经济生活中得到了广泛的运用，那就是“资产重组”。“资产重组”概念与资本结构和资产组合相联系，但又有着自己独特的内涵和运作方式，三者共同构成资本经营或财务经营的组成部分，如图 1-1 所示。

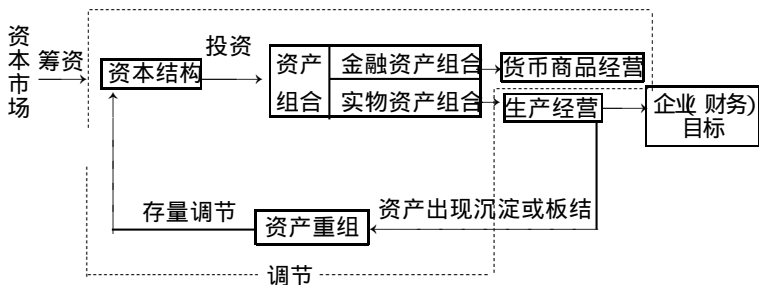


图 1-1

针对，我们得出如下的分析和启示。

(员) 从图 1-1 的程序看，符合本金的运动规律，即“ 鄢原宰...孕.. 原鄢”或“ 鄢原鄢”，体现了本金的投入与收益的矛盾对怨

立统一性。

(圆) 资本结构、资产组合、资产重组，正是财务职能的具体延伸，又是资本经营的具体内容，因而图 员原员构成以下各章进一步论述的起点和导言。

(猿) 货币商品经营是现代资本经营的重要组成部分。谢志华博士已在其专著《货币商品经营论》作了较为全面的论述，本书将不再赘述。

(源) 体现了资本经营与生产经营相并列而又相融的关系。一方面资本经营既可以通过生产经营达到资本增值的共同目标，又可以独立于生产经营外，通过直接参与资本市场来达到资本增值。另一方面，在生产经营不善，使企业资产出现沉淀或板结时，通过资产重组的资本经营方法盘活资产存量，从而重新改变资本结构，获得新的血液，并重新进行资产组合，促进生产经营走向良性循环。

(缘) 在资产重组、资产组合、资本结构三者的关系上，资产组合是在一定的资本来源的基础上对企业资产的初始组合，属于投资范畴。资产重组则是针对投资于生产经营的资产出现了沉淀或板结等问题时对其进行“疏松”、“搅动”和调节，必要时注入新的“水分”或“养分”，从而达到该“土壤”(资产)必要的“成分”(资本结构)，以利形成新的良性的资产组合，最终促使生产经营的健康发展，促使资本增值。

(远) 无论是资本经营，还是生产经营，都服务于企业(财务)目标。这一目标可以是资本增值或者股东权益最大，也可以是企业价值最大化。以后的分析我们也会发现，在有效的资本市场而不是充分的市场条件下，企业资本结构显然与企业价值相关。

## 第二章 资本市场与财务信息

### 第一节 资本市场概论

资本市场是市场经济体系中的重要组成部分。在市场经济体系中，商品市场与融资市场是两个相对应的要素市场。融资市场有时被称为一种特殊的商品市场，即货币商品市场。按照货币商品的可流通或持有的时间划分，将货币商品市场分为货币市场（短期市场）和资本市场（长期市场）。货币市场是指交易一年以内的短期金融工具的市场，资本市场是指专门进行一年以上的长期金融工具的交易市场。资本市场相对于货币市场而言具有更为重要的财务意义，即筹资、投资等财务功能往往是通过资本市场的长期、稳定性来维持的。

#### 一、资本市场的构成要素

资本市场主要由发行人、投资者、金融工具、交易场所、中介机构以及监管机构和自律组织这些要素所构成。

##### 1. 发行人

证券发行人是资本市场上的资金需求者和证券的供给者，他们通过发行股票、债券等各类证券，在市场上募集资金。证券发行人包括企业、金融机构、政府部门和其他经济组织。

(员) 企业。企业通过发行股票可以补充公司的资本金，改善公司的资本结构。与申请短期银行贷款相比，发行股票所募集的资金成为企业的资产，可以用来支持固定资产投资等规模较大的长期投资。作为企业负债的银行贷款可以补充企业流动资金的不足，而补充企业长期资金的不足，发行股票是一条重要的途径。

(圆) 政府部门。政府部门也是主要的资金需求者和证券发行者。为弥补财政赤字，投资大型工程项目，实施宏观调控，政府会在资本市场上发行政府债券。政府债券有中央政府债券和地方政府债券之分，中央政府所发行的债券又被称为国债。由于国家发行以国家信誉和国家征税能力作保证，通常不存在信用风险，具有很高的投资安全性，所以被人们称为“金边债券”。

(猿) 金融机构。金融机构主要是资本市场上资金的中间需求者，而不是资金的最终需求者，它们筹资的目的主要是为了向其他资金需求者提供资金。金融机构通过发行金融债券等证券筹集资金，然后通过贷款、投资等形式，把这部分资金运用出去，以获取收益。

### 肆 投资者

证券投资者是资本市场上的资金供给者，也是金融工具的需求者和购买者。众多投资者的存在和参与，构成了证券发行和交易的市场基础。

按照证券投资主体的性质，可以把投资者分为个人投资者和机构投资者。

(员) 个人投资者。个人投资者是指从事证券买卖的居民。居民个人买卖证券是对其剩余、闲置的货币资金加以运用的一种方式。个人投资者除了注重证券的收益性之外，还对证券流动性

有较高的要求，希望证券投资可以随时变现以备急需。

在发达资本市场上，个人投资者多数不直接参与资本市场的买卖。他们有的通过证券经纪人买卖证券，有的通过购买投资基金的方法来间接地参与资本市场。我国的绝大部分个人投资者直接参与证券买卖。

在国外，个人投资者还可以通过融资融券，从证券公司、商业银行得到贷款，用于证券投资。由于利用借贷资金进行投资具有很大的投机性和风险性，所以，我国目前禁止利用信贷资金买卖股票，禁止透支行为。

(圆) 机构投资者。机构投资者是指从事证券买卖的法人单位，主要有非金融企业、金融机构和政府部门等，与个人投资者相比，机构投资者一般具有以下几个特点：资金实力雄厚，收集和分析信息的能力强，能够分散投资于多种证券来建立投资组合，以降低风险，影响市场能力较大。

非金融企业不仅是证券发行者，也是证券投资者。它们投资的目的，有的是为了资金的保值、增值，有的是想通过股票投资对其他公司进行参股、控股，参与这些公司的经营管理，从而建立起企业集团。

金融机构是资本市场上主要的证券需求者和机构投资者。参加证券投资的金融机构可以分为三大类。

一是商业银行和保险公司。商业银行投资证券的主要目的是为了保持银行资产的流动性和分散风险，所以，多投资于期限短、信用等级高的证券。通常，各国对商业银行的证券投资活动有所限制，规定它们只能投资于中央政府债券、地方政府债券和风险小的企业债券，而不允许购买普通股票和风险大的企业债券。保险公司的证券投资对流动性要求不高，主要考虑本金的安