

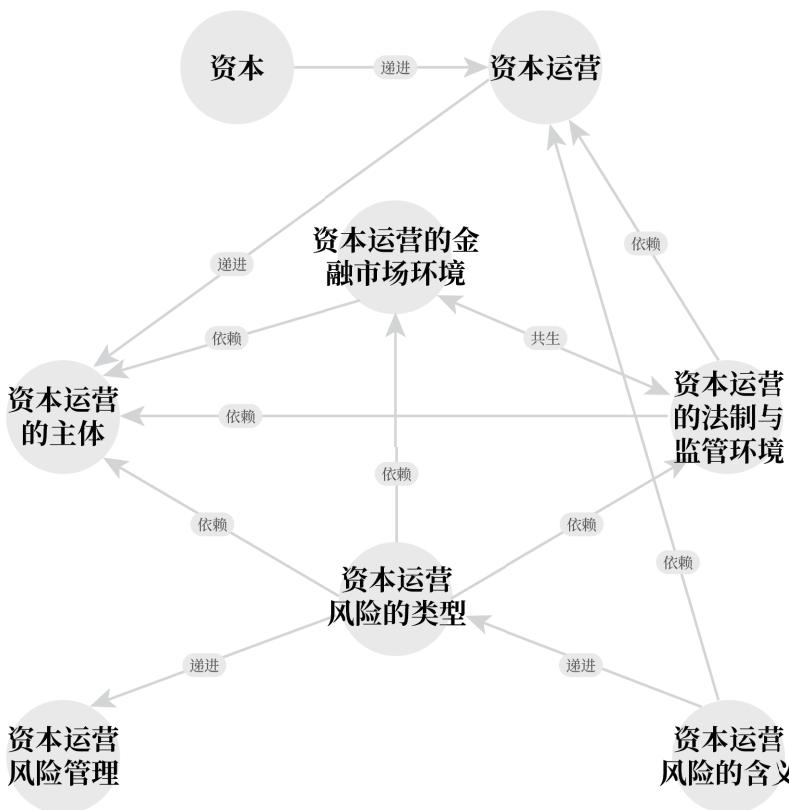
第一章 资本运营概述

内容 提要

资本运营是企业实现资本增值的重要手段，是企业发展壮大的重要途径。本章第一节主要介绍资本的含义、特点和形式，以及企业资本的构成；第二节主要介绍资本运营的含义、目标、特点，以及资本运营的内容与基本模式；第三节主要介绍资本运营的主体、金融市场环境及法治与监管环境；第四节主要介绍资本运营风险的含义、类型，以及资本运营风险管理。

学习 目的

- 了解资本的含义、特点、形式及构成；
- 掌握资本运营的含义、内容与基本模式；
- 熟悉资本运营的目标与特点；
- 了解资本运营的环境；
- 了解资本运营的风险与管理。



资本运营概述

第一节 资本

随着我国改革开放的不断深入，市场经济不断完善，越来越多的企业认识到资本运营的重要性。资本运营已经成为企业实现资本增值、发展壮大的重要手段和途径。资本运营，顾名思义，其研究的对象就是资本及其运营。因此，本书首先从资本的含义说起。

一、资本的含义

资本的概念由来已久，马克思主义经济学和西方经济学都对资本与资本理论做过深入研究。《新帕尔格雷夫经济学大辞典》把资本的界定分为两类，一类是作为一种生产要素的资本，另一类是作为生产关系的资本。^①

（一）作为一种生产要素的资本

从生产的角度来看，古典经济理论认为生产有三要素：土地、劳动和资本。每一种生产要素有其自身的范围：土地是一个存量，劳动是一种流量，而资本则是以资本货存量形式存在的货币资本。

新古典理论对资本作为生产要素的论述，存在着不同的观点。奥地利经济学家庞巴维克认为生产需要时间，因此需要资本货形式的预付，并认为资本品是生产出来的生产资料。马歇尔把获得准租金的资本品同获得利息的货币资本区别开来。萨缪尔森认为，资本是一种不同形式的生产要素，是一种生产出来的生产要素，本身就是一种经济产出的耐用投入品。

格林沃尔德主编的《现代经济词典》也从生产的角度对资本进行了界定，认为资本是用于生产其他商品，包括厂房和机器在内的所有商品的名称。它是生产的三要素之一，其他两要素是土地和劳动。从企业的角度来看，资本是一家公司的总财富或总资产，因而不仅包括资本货物（有形的资产），同时也包括商标、商誉和专利权等。作为会计学的术语，它代表从股东那里得到的全部货币，加上留归企业用的全部利润。^②

简言之，从西方经济学的角度看，资本主要被理解为一种生产要素，资本的概念一般指生产资料。从上述观点还可以看出，西方经济学主要关注的是资本的自然属性。西方经济学家将劳动生产过程解释为一种投入与产出之间的技术关系，把人类的劳动活动与原料和工具等同地作为生产要素。因此，资本同劳动一起存在于每一个社会。

（二）作为一种社会关系的资本

马克思不但从资本的自然属性对资本进行了充分的论述，而且从资本的社会属性进行了详细的论述。马克思指出：“资本的合乎目的的活动只能是发财致富，也就是使自身增

^① [英] 约翰·伊特韦尔，默里·米尔盖特，彼得·纽曼. 新帕尔格雷夫经济学大辞典（第一卷）[M]. 北京：经济科学出版社，1996：356-365.

^② [美] D. 格林沃尔德. 现代经济词典 [M]. 北京：商务印书馆，1981：362.

大或增值。”^①可见，资本的自然属性就是追求价值增值，这也是商品经济的共性。马克思更进一步认为，只有在资本主义社会里，资本品才是资本。这是因为资本不是物，而是一定组合的社会关系，它存在于人类发展的一定历史时期，并对这些关系网中的物体赋予社会关系的特殊内容。因此，要了解资本，人们必须根据它作为社会关系的特殊性来进行解释。

作为一种社会关系的资本又可以分为两种：作为个别的社会关系的资本与作为占统治地位的社会关系的资本。资本作为个别的社会关系，多数与创造利润有关，最常见的形式是预支一笔货币 M ，以收回更大一笔货币 M' 。最早流行的资本化身是高利贷者的资本 $M-M'$ 和商人资本 $M-C-C'-M'$ 。实际上，这两种资本自有货币以来就有了，并且已经在许多不同的文明社会中存在了几千年。

马克思认为，从 M 到 M' 有三条途径。第一条途径是金融资本 $M-M'$ 的循环。第二条途径是商业资本 $M-C-C'-M'$ 的循环，在这条途径中，资本家的才干在于“贱买贵卖”，以增加循环的利润。第三条途径是 $M-C \cdots P \cdots C'-M'$ 的循环，货币资本可能被预支去购买包括生产资料（原料、厂房和设备）在内的商品 C 和劳动，这些要素后来启动了生产过程 P ，最后得到的产品 C' 被销售出去以获得（增大了的）货币资本 M' 。这时，资本家的才干就是如何使劳动生产效率超过实际工资，这就是一切利润的源泉。马克思把超过原价值的余额称为剩余价值。

资本主义生产的目的就是追求价值增值，创造剩余价值。剩余价值是雇佣工人创造的，但被资本家无偿占有。因此，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，体现了资本家对工人的剥削关系。马克思指出：“资本并不是一种物品，而是一种以物为媒介而成立的人与人之间的社会关系。”^②

资本主义只是一种特殊历史形态的社会制度，作为一种社会形态不可能永远存在下去。但资本作为生产活动中的一个必要条件，它是客观存在的，并在社会再生产过程中，不断地实现价值增值。正因为有了资本增值，才有增值部分归谁所有的问题，也即资本的社会属性。在社会主义生产关系中，资本由社会劳动共同占有，相应地，资本增值部分归全体劳动者所有，最终实现全体劳动者共同富裕。

综上所述，本书认为在当今市场经济体系下，可将资本定义为能带来价值增值的价值。

二、资本的特点

在市场经济体系下，无论是资本主义还是社会主义，资本作为一种能带来价值增值的价值，一种重要的生产要素，都具有以下四个方面的特点。

(一) 资本的增值性

资本必然追求价值增值，也就是说，追求价值增值是资本的本质特征。在资本主义生产方式以前的高利贷资本和商人资本，其目的都是创造利润和实现价值增值。在资本主义

^① 马克思：《政治经济学批判》，见《马克思恩格斯全集》第 46 卷，人民出版社，1979 年版，第 225 页。

^② 马克思. 资本论（第一卷）[M]. 北京：人民出版社，1963：845.

生产方式下，资本家的资本是为了追求剩余价值最大化。在社会主义生产方式下，资本运动的目的也是实现利润增长和价值增值。因此，资本的本质特征是价值增值。

（二）资本的流动性

资本增值是在资本的流动中实现的，资本对价值增值的追求决定了资本的持续流动。在资本流动中，资本从价值形式转换到实物形式，再从实物形式转换到价值形式；资本流动还意味着资本从一个所有者手中流动到另一个所有者手中，从一个地区流动到另一个地区，从一个产业流动到另一个产业，如此循环往复，周而复始。

（三）资本的异质性

资本总是由异质的资本品构成的。在生产过程中，投入的各种异质的资本品表现为各种各样的生产资料，比如，现金和存款等货币资本，机器、厂房、原材料等实物资本，知识产权、专有技术、商标等无形资本，各类劳动等人力资本，产权资本以及管理资本等。

（四）资本的风险性

资本在价值增值的过程中，常常伴随着各种各样的风险。资本流动是在外部市场环境中完成的，而外部环境具有复杂性和变动性，如宏观政策的变动、经济运行的波动、技术进步的不确定性等，再加上资本主体对外部环境认知的有限性，常常使资本增值的未来收益率与期望值存在偏差，即风险。

三、资本的形式

在现代市场经济条件下，资本主要表现为以下四种形式。

（一）货币资本

货币资本是最常见的资本形态。通常，资本表现为预先支付的一笔货币，因此也可以说货币资本是资本最一般的形态。货币资本通常包括现金、持有的银行活期与定期存款等，也包括企业持有的银行汇票存款、银行本票存款、信用保证金存款等。

（二）实物资本

实物资本也称物质资本，通常指的是以实物形态表现出来的资本。在生产经营过程中，实物资本通常表现为两类：固定资产和存货。固定资产主要指耐久性生产资料，即所有不在单一生产阶段中完全被消耗的生产过程投入品，包括房屋、厂房、机器设备、运输工具等。存货则通常包括企业持有的制成品、在制品、原材料和物料等。

（三）无形资本

无形资本指能为企业实现盈利，没有实物形态，并通过经济活动，借助有形资产增值

的各种信息、知识及资源等。无形资本可以分为以下几类：知识资本、环境资本、市场资本、关系资本及信息资本。其主要包括商标、专利权、发明权、专有技术、特许权、土地使用权、矿山开采权、某些资源的租赁权、企业文化、企业品牌、企业环境资源、客户关系等。^①

（四）人力资本

所谓人力资本，指的是劳动者投入到企业中的知识、创新概念和管理方法等资源的总称。西奥多·舒尔茨认为，人力资本是体现在劳动者身上，通过投资形式并由劳动者的知识、技能和体力所构成的资本，可以用来获得未来的收益。一个国家的人力资本可以通过劳动者的数量、质量以及劳动时间来度量。

四、企业资本的构成

资本运营的主体是企业，因此，本书重点关注企业的资本。从现代企业制度安排角度来看，企业资本的构成大体可以分为三个层次。

（一）资本的核心层

企业资本的核心层由企业的资本金构成，即投资者投入企业的资本，也就是企业在工商行政管理部门登记的注册资本。

（二）资本的中间层

企业资本的中间层即企业所有者（股东）权益，不仅包括资本金（实收资本），还包括资本公积金、盈余公积金和未分配利润等。

（三）资本的外围层

资本的外围层不仅包括企业所有者权益，还包括借入资本。借入资本主要是从企业外部获得的各种借款，包括银行借款和发行债券借款，也包括通过补偿贸易方式和融资租赁方式获得的固定资产而形成的长期应付款。

企业资本的构成如图 1-1 所示。

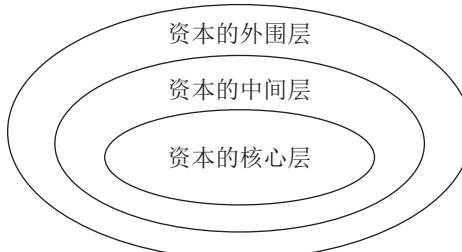


图 1-1 企业资本的构成

^① 罗福凯，袁龙龙.企业无形资本运营分析 [J].财务与会计·理论版, 2012 (4) : 21-23.

第二节 资本运营

一、资本运营的含义

20世纪90年代，“资本运营”这一新名词在我国兴起。^①西方经济学中与资本运营相关的内容散见于《投资学》《金融学》《公司理财》等教材或专著中，但资本运营的实践活动却始于西方资本主义国家，已经有几百年的历史。随着我国改革开放的不断深入，对资本运营的实践探索也在不断深化。与此同时，对资本运营的理论研究和探讨也成为热点。

（一）资本运营的内涵

所谓资本运营，就是以资本的价值增值为目的，以价值管理为核心，对资本及其运动所进行的运作和经营活动。资本运营是市场经济条件下社会资源配置的重要方式之一，它通过资本层次的资本品流动来实现资源的优化配置。资本运营是利用市场法则，通过资本的运作与经营，实现资本的价值增值的一种经营方式。

关于资本运营的含义，可以从狭义和广义两个角度来理解。狭义的资本运营指以价值化、证券化资本或者可以按价值化、证券化操作的物化资本为基础，通过兼并、收购、资产重组、战略联盟等途径，实现资本增值最大化的运营管理方式。狭义的资本运营是从企业的层面来探讨的，与企业的生产经营相对，主要指企业的外部交易型战略的运用，其核心战略就是兼并与收购。

广义的资本运营概念可以理解为以利润最大化和资本增值为目标，以价值管理为核心，通过对资本结构的动态调整和生产要素的优化重组，实现对企业资产有效运营的一种经营方式。

资本运营的作用在于：（1）有助于扩大企业规模，增强企业实力，以较少的资本调动或支配更多的社会资本；（2）有助于推动企业产品结构的调整，降低企业市场风险，借助市场高效地调整自身生产经营方向，优化产品结构；（3）有助于优化企业资本结构，提高企业潜在发展能力，促使企业的长期债务资本和权益资本的比例趋于合理，同时也能分散投资风险。

目前，在不同的书籍中，也常常提及资本经营、资本运作等名词。资本运营包含了运筹、谋求和治理等，不仅重视微观的经营管理，也重视宏观的筹划与管理。经营的本义是经度营造，运作的本义是运行和工作，它们都有筹划、运行和管理之意，三者的基本含义是相近的。但经营和运作侧重于微观的经营管理。鉴于在不同的书籍中，资本经营、资本运作等概念的界定与本书所界定的资本运营概念基本相近，在本书中对于资本运营、资本经营和资本运作概念等同看待。

^① 蒋一苇，唐丰义.论国有资产的价值化管理[J].经济研究，1991（2）：3-8.

(二) 资本运营与生产经营的区别与联系

有学者认为，广义的资本运营泛指以资本增值为目的的经营活动，包含了企业为实现资本增值最大化这一目标的全部活动，生产经营自然也包含在内。本书认为，资本运营是与生产经营相对而提出来的，不宜泛化。

1. 资本运营与生产经营的区别

(1) 从经营对象来看，资本运营的对象是企业的资本及其运动，侧重的是企业在经营过程中的价值方面，追求的是价值增值；生产经营的对象则是产品及其生产销售过程，侧重的是企业经营过程的使用价值方面，其目的主要是提供有竞争力的产品和服务。

(2) 从经营领域来看，资本运营主要是在资本市场上进行运作和经营；而生产经营则主要是在生产资料市场、劳动力市场、技术市场、商品市场等进行运作和经营。

(3) 从经营方式来看，资本运营主要是通过资本的筹措与投资、兼并重组等方式，提高资本运营效率，实现价值增值；而生产经营主要是通过技术研发、产品创新、质量与成本控制、市场营销等，提升产品竞争力和市场占有率，从而实现利润最大化。

(4) 从企业的发展战略来看，资本运营不但注重企业内部的资本积累，更注重通过资本的外部兼并重组等实现企业扩张或收缩的战略；而生产经营则主要依赖通过销售更多的产品，创造更多的利润，实现企业自身的资本积累。

(5) 从经营风险来看，资本运营基于组合投资、风险分散原则，常常将资本多样化；而生产经营则往往依靠经营一个或几个主导产品，通过产品开发和更新换代、提升产品竞争力来规避风险。表 1-1 清晰地表达了资本运营与生产经营的区别。

表 1-1 资本运营与生产经营的区别

内 容	资本运营	生产 经营
经营对象	资本	产品
经营领域	资本市场	商品市场、劳动力市场、技术市场等
经营方式	资本的筹措与投资、兼并重组等	技术研发、产品创新、质量与成本控制、市场营销等
发展战略	内部积累和外部扩张	内部积累
经营风险	多元化经营，风险分散	单一式经营，风险集中

2. 资本运营与生产经营的联系

资本运营与生产经营也存在密切的联系，两者的最终目的是一致的，都是实现企业的价值最大化；两者相互依存，生产经营是基础，但企业的生产经营是以资本为前提条件的，而资本也必须通过生产经营活动，才能实现其价值增值目的。因此，资本运营与生产经营是相辅相成、密切相关的。

二、资本运营的目标

资本运营的总体目标是实现资本的价值增值。由于资本运动具有循环往复性的特点，对资本的增值要求，既要考虑短期目标，同时还要考虑增值的长期目标，从而达到所要实

现的总体目标。短期目标可以用利润最大化目标和股东权益最大化目标来衡量，长期目标可以用企业价值最大化目标来衡量。

（一）利润最大化目标

这里所说的利润是财务会计范畴的概念，根据会计核算规则，利润等于收入减去成本的差额。企业将资本投入生产经营后，一方面需要支付各种成本，另一方面又会带来各种收益。将所得收益与支付的成本相比较，如果收益大于成本，企业实现利润；反之，如果收益小于成本，则出现亏损。为实现利润最大化，大体上有两条基本的思路：一是尽可能地降低成本，在收益不变的情况下，成本最低，则可实现利润最大化；二是在成本不变的条件下，尽可能实现收益最大化。利润的数据容易得到，而且被大众普遍接受和理解，因此，用利润最大化作为短期目标是合适的。

（二）股东权益最大化

股东权益，也叫所有者权益，指投资者对企业净资产的所有权，包括实收资本、资本公积金、盈余公积金和未分配利润。企业实现的利润越多，从税后利润中提取的盈余公积金就越多，盈余公积金既可用于弥补企业的亏损，也可用于转增资本，使投入企业的资本增多。如果企业期末股东权益总额大于期初总额，则企业的自有资本增值。期末股东权益总额减去期初总额，所得就是本期股东权益的增加额，本期股东权益增加额除以期初总额即为本期股东权益的增长率。

（三）企业价值最大化

在市场经济条件下，企业作为整体被并购是常有的事。许多希望扩张生产规模的企业会发现，通过收购其他企业来获得额外生产能力的成本比自己从头做起所用的成本要低得多。因而需要对整个企业的价值进行评估。决定企业价值的基础是企业的获利能力，通常计算企业价值的方法是现金流折现法（Discounted Cash Flow, DCF），即假定企业连续经营，将企业未来经营期间每年的预期收益，用适当的折现率折现、累加得到企业价值。如果企业价值大于企业全部资产的账面价值，则意味着企业价值增值；反之，如果企业价值小于企业全部资产的账面价值，则意味着企业价值贬值。

需要指出的是，在企业的长期经营过程中，不但要注重利润最大化和股东权益最大化，而且要注重企业价值最大化。利润最大化、股东权益最大化和企业价值最大化三者不是对立的，而是一致的。只有实现利润最大化，才能实现股东权益最大化，进而才能实现企业价值最大化。

比较起来，企业价值最大化更具有全面性，因为企业价值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，既考虑了货币时间价值，又考虑了投资的风险价值。利润最大化和股东权益最大化这两种目标比较易于衡量，而企业价值最大化目标的衡量则比较复杂。

三、资本运营的特点

资本运营以资本的价值增值为目的，结合资本本身的特点，在运作和经营资本时注重价值管理，其特点可以概括为以下四个方面。

（一）资本运营注重价值管理

资本运营的对象是价值化、证券化了的物化资本，或者是可以按价值化、证券化操作的物化资本。因此，资本运营的特征之一就是以价值形态进行运作与经营管理。它要求以投入最少的资源和要素获取最大的收益，即不仅要考虑有形资本的投入产出问题，还要考虑无形资本的投入产出问题。不仅重视在生产经营过程中生产资料的消耗与产品生产，更关注企业的价值变动和价值增值。

（二）资本运营注重资本流动

资本只有在流动中才能实现增值。资本运营就是通过并购、重组等形式盘活闲置、效率低下的资本存量，使资本不断地从效率低、效益差的地方流动到效率高、效益好的地方，通过资本流动获取更多的增值机会，最大限度地实现资本增值。需要注意的是，资本运营中的资本循环流动与生产经营中的资本循环流动不尽相同，资本运营中的资本可以表现为生产资本，也可以表现为货币资本、虚拟资本等。

（三）资本运营注重风险管理

资本运营总是与风险相伴的，其风险性是客观存在的，而且风险发生的范围更广。由于环境的复杂性，在资本运营过程中不但有经济风险、经营风险、财务风险、技术风险、管理风险和行业风险，而且还有政策风险、体制风险、社会文化风险等。随着环境的不断变化，这些风险也会随之变化。资本运营风险还存在传递性和波及效应，因此也更具破坏性。在资本运营过程中，必须采取各种方式合理有效地规避风险。

（四）资本运营注重开放经营

资本运营要求最大限度地支配和使用资本，因此，企业不仅要关注自身内部的资源，而且要关注外部资源。资本运营的开放性主要体现在对外部资源的获取和利用上。这使得资本运营不仅要突破地域概念、打破市场分割、跨越行业壁垒，而且需要面对不同企业、不同行业、不同地域甚至不同国家的竞争与合作。更广阔的活动空间与领域要求资本运营表现出比生产经营更大的开放性。

四、资本运营的内容与基本模式

（一）资本运营的基本内容

资本运营是指对资本进行有效运作和经营，对资本的运营过程进行运筹和谋划。其内

容可以划分为以下四个方面。

1. 资本筹集

企业进行资本运营的前提条件是拥有足够的资本。资本筹集，也叫融资。通过融资，企业筹集从创建到生存再到发展所需的资本，从而使企业得以维持正常的经营，并不断发展壮大。企业在创建之初，必须有本金；企业要生存，必须具有一定规模的资本量；企业要发展壮大，必须有追加的资本供应。从企业的角度来说，融资是企业资金筹集的行为与过程，即企业根据自身的生产经营状况和资金拥有的状况，以及投资和未来发展的需要，通过科学的决策，采取恰当的方式，从一定的融资渠道经济有效地筹集资金的行为。融资企业通常通过公开发行股票并上市，继而配股、增发新股等进行融资，也可通过发行债券或可转换公司债券、设立基金等形式进行融资。

2. 资本投资

投资就是将通过融资获得的资本投入使用，从事生产经营和资本运营活动，以达到经营目的并获取良好的经营效益。企业投资的目的是扩大生产、实现财务盈利和降低风险，可以通过实业投资、金融投资和产权投资来实现。实业投资主要以实业（工业、农业、商业等）为对象的投资，通过创建和经营企业，从事生产、流通等经营活动。金融投资主要从事购买股票、债券和基金等金融产品的投资活动。产权投资是以产权为对象的投资活动，主要包括兼并与收购、重组、剥离与分立、破产与清算，以及风险投资等活动。

3. 资本运动与增值

将筹集的资本投入使用，开始了资本的运动过程，并在资本运动过程中实现价值增值。资本的运动大体可以分成三类：（1）实业资本的资本运动与价值增值。其资本流动与增值过程可以表述为 $M—C…P…(C+\Delta C) — (M+\Delta M)$ ，其中 M 为预付的货币资本， C 为商品资本， P 代表着生产。资本依次通过货币资本、生产资本和商品资本的循环，最后实现资本的价值增值。（2）金融资本的资本运动与价值增值。其资本流动与增值过程可以表述为 $M—F—(M+\Delta M)$ ，其中 F 代表金融产品。（3）产权资本的资本运动与价值增值。其资本流动与增值过程可以表述为 $M—PR…(PR+\Delta PR) … (M+\Delta M)$ ，其中 PR 代表着产权。产权资本活动有并购重组、剥离与分立等多种形式，其运动过程也存在着中断和继起。

4. 价值增值分配

资本具有社会属性，资本归谁所有，其价值增值部分将由其所有者进行分配。企业通过资本运营实现的利润，在缴纳所得税、提取盈余公积金和公益金后，即为净利润，归企业股东所有，并由其进行分配。企业可以将盈余公积金转增资本金，扩大资本运营的规模。借入资本在运营中实现的增值，首先支付利息给贷款者，剩余部分计入企业的利润，归股东所有。股份有限公司的分红可采取现金形式，也可以采取股票形式。

上述基本内容并未提及资本运营在国内外的区别。如果资本运营活动跨越国界，就变成了国际资本运营。国际资本运营主要包括通过国际资本市场进行融资、向境外进行投资、外汇管理、国际资本的保值增值等。

(二) 资本运营的基本模式

资本运营的基本模式可以根据企业发展战略进行划分。企业的发展战略选择可以有三条路径：一是扩张战略，二是收缩战略，三是内部调整。其中，扩张战略分为内部积累和外部扩张。企业内部积累主要指企业依赖自身盈利的再投入，以及在此基础上通过企业内部其他条件的改善，如完善企业管理、开发新产品等，从而实现企业扩张。内部积累主要从属于生产经营。与企业的外部扩张战略相适应，资本运营则主要通过上市、债券融资、资产证券化、私募股权投资基金与风险投资、并购等实现企业的快速扩张。企业有时候为了提高运行效率，也会采取收缩性战略，与之相适应的资本运营则主要通过剥离、分立、股份回购和分拆上市等缩小企业规模。企业在运行过程中，也会出现结构需要优化的时候，这就需要进行内部调整，与之相适应的资本运营则通常采取债务重组、清算等来优化企业资产结构、债务结构等。企业发展战略与资本运营基本模式如图 1-2 所示。

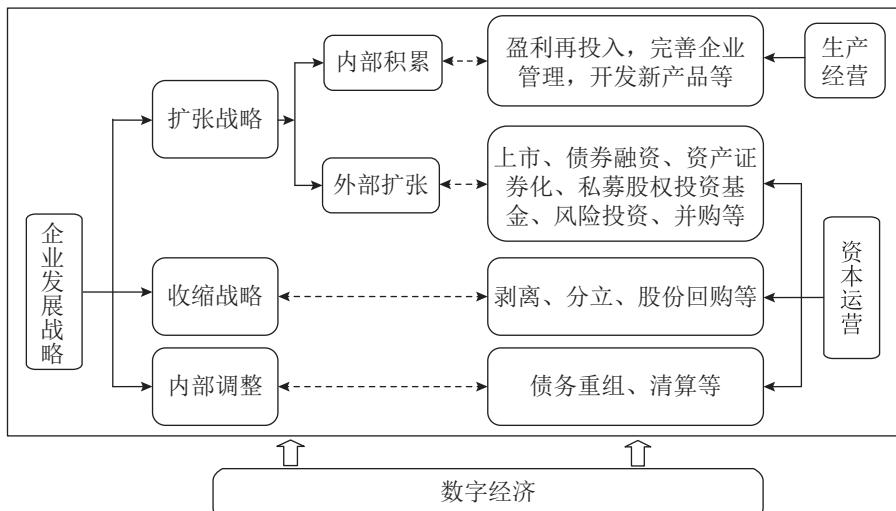


图 1-2 企业发展战略与资本运营基本模式

第三节 资本运营的主体与环境

在市场经济条件下，企业是资本运营的主要载体，直接承担着资本运营的收益与风险。在现代市场体系中，有三类重要的市场对资本运营起着主导作用，即要素市场、商品市场和金融市场，企业的资本运营与金融市场的联系最为直接和密切。同时，资本运营需要在健全的法治体系下进行，需要强有力的监管。

一、资本运营的主体

企业指依法设立的、以营利为目的、从事商品生产和交换或提供服务活动的经济组

织。按照企业财产的组织形式和承担责任划分，通常有个人业主制企业、合伙制企业和公司制企业三种基本的企业制度。根据《中华人民共和国公司法》，公司是企业法人，有独立的法人财产，享有法人财产权。公司以其全部财产对公司的债务承担责任。公司制企业具有制度先进、机制灵活、组织严密等优点，其资本运营的内容更丰富、方法更科学、效率更高，因此，本书主要阐述公司制企业的资本运营。本节重点介绍公司设立和企业改制的相关内容。

（一）公司设立

1. 公司设立的含义

在我国，公司设立的过程经常被称作公司开办、公司成立。实际上，公司的设立与一般的公司开办、公司成立是有区别的。

所谓公司开办，指公司创办人通过人力、物力、财力等方面的投资和基本建设，形成公司最初的生产经营能力的过程，它是一种单纯的经济行为，所以公司开办属于经济学范畴的概念。

所谓公司设立，指公司创办人，为使公司取得法人资格，按照一定程序所实施的法律行为。虽然在大多数情况下，公司的设立也需要进行人力、物力、财力等方面的投资和基本建设，使公司具备相应的生产经营能力，但是其设立行为最根本的目的，是使公司获得企业法人资格，成为独立的经济、法律主体。因此，公司的设立既具有经济意义，又具有法律意义。从经济意义上讲，设立行为使公司形成了最初的生产能力，这与公司开办是相同的。从法律意义上讲，设立行为是使公司获得企业法人资格的法律行为，它使公司成为独立的经济主体，这与公司开办是不同的。

所谓公司成立，指公司的法人资格，依一定程序在法律上被确认。公司成立和公司设立的目的是相同的，都是为使公司取得法人资格，只不过设立是为达到这一目的而实施的行为，成立则是设立行为最终达到的结果。工商行政机关签发公司营业执照之日，就是公司成立之日。

2. 公司设立的原则

公司设立有四种不同的原则，即自由设立原则、特许设立原则、核准设立原则和准则设立原则。在公司法学中，这四个原则被分别概括为自由设立主义、特许设立主义、核准主义和准则主义。公司设立原则的不同，决定了公司这种市场主体设立的基本程序也不同，实际上也就形成了不同的市场主体准入制度。自由设立主义指政府对公司的设立不施加任何干预，公司设立完全依设立者的主观意愿进行。特许设立主义指公司须经特别立法或基于国家元首的命令方可设立。核准主义指公司的设立需首先经过政府行政机关的审批许可，然后再经政府登记机关登记注册方可设立。准则主义指法律规定公司设立要件，公司只要符合这些要件，经登记机关依法登记即可成立，而无须政府行政机关的事先审批或核准。近些年，对准则主义原则进行了完善，实行所谓的严格准则主义，如进一步严格规定公司的设立要件、加重公司发起人的设立责任、增强公示要求等。《中华人民共和国公司法》对设立有限责任公司和股份有限公司基本上采用严格准则主义。

3. 公司设立方式

公司设立的方式可以分为两种，即发起设立和募集设立。

发起设立，指由发起人认购公司应发行的全部股份而设立公司。主要为以下两种情况：一是新设立公司，即发起人出资新设立一个公司；二是改制设立，即企业将原来性质为国有、集体或有限公司资产（包括净资产）进行评估确认后作为原投资者出资，而后采取对企业进行增资扩股等方式将它们改制为符合《公司法》规定的股份有限公司。募集设立，是指由发起人认购设立公司时应发行股份的一部分，其余股份向特定对象募集或者向社会公开募集而设立公司。募集设立既可以通过向社会公开发行股票的方式设立，也可以不发行股票而只是通过向特定对象募集的方式设立。

股份有限公司的设立，可以采取发起设立或者募集设立的方式。由于募集设立的股份有限公司资本规模较大，涉及众多投资者的利益，故各国公司法均对其设立程序严格限制。如为防止发起人完全凭借他人资本设立公司，损害一般投资者的利益，各国大都规定了发起人认购的股份在公司股本总数中应占的比例。《公司法》第 97 条规定，以募集设立方式设立股份有限公司的，发起人认购的股份不得少于公司章程规定的公司设立时应发行股份总数的 35%；但是，法律、行政法规另有规定的，从其规定。

4. 设立股份有限公司需要具备的条件

企业申请发行股票，必须先设立股份有限公司。根据《公司法》的规定，设立股份有限公司应当具备以下条件。

(1) 发起人符合法定人数。应当有 1 人以上 200 人以下为发起人，其中应当有半数以上的发起人在中国境内有住所。

(2) 股份有限公司的注册资本为在公司登记机关登记的已发行股份的股本总额。在发起人认购的股份缴足前，不得向他人募集股份。法律、行政法规以及国务院决定对股份有限公司注册资本最低限额另有规定的，从其规定。

(3) 发起人承担公司筹办事务。发起人应当签订发起人协议，明确各自在公司设立过程中的权利和义务。

(4) 发起人共同制定公司章程。公司章程应载明法定事项，并经成立大会通过。

5. 设立股份有限公司需要经过的程序

设立股份有限公司需要经过一系列的程序，具体如图 1-3 所示。其中，发起人制订设立股份有限公司方案，需确定设立方式、发起人数量、注册资本和股本规模、业务范围等；申请与报批时，资金投向涉及国有资产、基本建设项目、技改项目、外商投资等有关事宜的，还要分别向有关政府部门（如国资委、发改委、商务部）报批；采取发起设立方式的，发起人缴付全部出资后应召开全体发起人大会，选举董事会和监事会成员，并通过公司章程草案；由董事会向工商行政管理部门报送设立公司的批准文件、章程、验资报告等文件，申请设立登记；公司营业执照签发日期为公司成立日期。

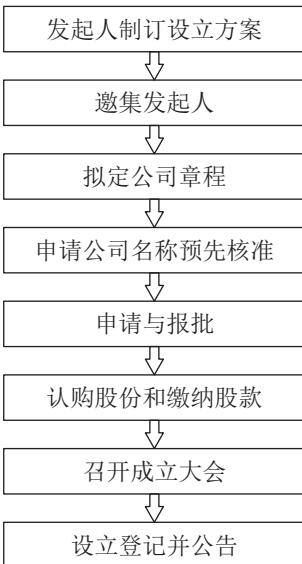


图 1-3 设立股份有限公司的程序示意图

(二) 企业改制

1. 企业改制的含义

企业改制指依法改变企业原有的资本结构、组织形式、经营管理模式或体制等，使其适应企业发展、符合现代企业制度要求的公司制的过程。

企业改制也指企业所有制的改变。通常所提到的企业改制指国有企业的改制，但广义上也包括其他性质企业的改制，比如集体企业的改制、股份合作制企业的改制、中外合作企业的改制等。企业改制的目标包括有限责任公司和股份有限公司。根据我国现行《证券法》《公司法》的规定，只有股份有限公司才被允许发行股份并在资本市场上市交易。随着企业上市需求的增大，很多企业将股份有限公司作为改制目标。

2. 企业改制的方式

企业改制，应当在清产核资的基础上选择改制方式。企业的改制方式主要有以下四种。

(1) 整体改制方式。整体改制是较为简单的改制方式，指原企业以整体资产进行重组，并对非经营性资产不予剥离或少量剥离而改制设立新的法人实体。

(2) 部分改制方式。部分改制指将原企业以一定比例的资产和业务进行重组，设立股份有限公司。原企业（或企业集团）仍保留余下部分的经营性或非经营性资产和业务。

(3) 共同改制方式。共同改制方式也称捆绑式改制方式，指多个企业以其部分资产、业务、资金或债权，共同设立新的法人实体（股份有限公司）。

(4) 整体变更方式。整体变更方式即先采取整体改制、部分改制、共同改制等方式对原企业进行改制，设立有限责任公司。待改制基本完成后，再依法将有限责任公司变更为股份有限公司。

3. 改制的程序

改制设立股份有限公司，对于不同所有制成分的企业来说，改制适用的程序和参与的主体不尽相同，而不同的改制目的也可能导致改制程序和参与主体存在差异。改制重组的一般程序大体上分为四个阶段：改制工作准备阶段、改制工作实施阶段、公司申报设立阶段和设立后规范阶段，如图 1-4 所示。

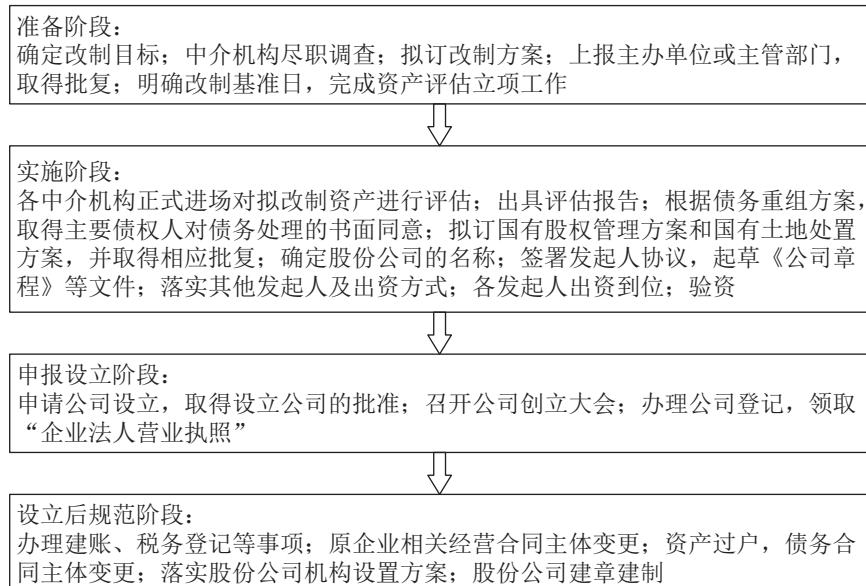


图 1-4 企业改制为股份有限公司的程序示意图

二、资本运营的金融市场环境

(一) 金融市场的含义

1. 金融市场的概念

金融市场指资金供应者和资金需求者双方进行金融资产交易的市场，是实现货币借贷和资金融通、办理各种票据和有价证券交易活动的市场。

这里的金融资产指一切代表未来收益或资产合法要求权的凭证，亦称金融工具或证券。这些金融工具可以分为两类：（1）债务性证券，指可以偿还本金并具有固定收益要求权的金融资产，如债券、存款单等；（2）权益性证券，指不能偿还本金但具有权益要求权的金融资产，如普通股票等。随着金融市场的不断发展，债务性证券与权益性证券的界限越来越模糊。如可转换公司债券，是一种债务性证券，但它可以按照一定的条件转换为股票，即转换为权益性证券。

金融市场是从事各种金融业务的场所，这些业务主要有资金的借贷与融通、外汇与黄金买卖等。金融市场包括：（1）货币市场，又称短期资本市场，是指经营 1 年以内的短

期资金融通的市场，包括银行短期信贷市场、票据市场与贴现市场、回购市场、银行同业拆借市场、短期政府债券市场、大额可转让存单市场和货币市场共同基金等；（2）资本市场，是指经营1年以上的中长期资金融通的市场，包括银行中长期信贷市场和证券市场；（3）外汇市场；（4）黄金市场，如果金融业务活动超越了国界，该市场就称为国际金融市场。

在金融市场上，直接反映了金融资产的供求关系，并受到价格机制等各种机制的调节。金融市场上借贷资金的集中和分配，会帮助市场形成一定的资金供给与资金需求的对比，从而形成该市场的“价格”——利率。

2. 金融市场的功能

（1）资金集聚与融通。金融市场能引导众多分散的小额资金汇聚起来，形成可以投入到社会再生产的资金集合。在市场经济运行中，每个经济单位的闲置资金是相对有限的，这些暂时不用的资金相对零散，不足以满足大规模的投资要求。这就需要一个能将众多的小额资金汇聚起来以形成大额资金的渠道。金融市场就提供了这种渠道。金融市场创造了多种多样的金融资产，并保证其流动性，资金供求双方都可以通过金融市场的交易找到满意的资金融通渠道。

（2）资源配置与风险再分配。通过市场机制，金融市场将资本从低效率利用的部门转移到高效率的部门，从而使资本配置到效率最高或效用最大的用途上，实现资本的合理配置与有效利用。在证券市场上，投资者可以通过证券价格波动和公开信息来判断整体经济的运行情况，以及相关行业、企业的发展前景，做出投资决策。通常，资金总是流向最有发展潜力，能够为投资者带来最大收益的部门和企业。在金融市场上，风险无处不在，无时不在。不同的投资者具有不同的风险偏好。风险厌恶者可以利用金融工具把风险转移给风险爱好者或风险厌恶程度较低的人，从而实现风险的转移，也可以通过组合投资实现风险的分散。需要注意的是，通过金融资产的交易，对于某个局部来说，风险由于分散、转移到别处而在此处消失，但并不是从总体上消除了风险。

（3）资金供求调节与宏观经济调节。金融市场的运行机制通过对资金供求双方的影响而发挥着调节宏观经济的作用。金融市场的调节作用可以分为直接调节和间接调节。在金融市场的直接融资活动中，只有符合市场需要、效益高的投资对象，才能获得投资者的青睐。而投资对象在获得资本后，只有保持较高的收益和较好的发展前景，才能继续生存并进一步发展。金融市场通过这种特有的引导资本形成及合理配置的机制就是一种直接调节机制。政府部门也可以通过金融市场对经济进行间接调控。如中央银行实施货币政策，通过金融市场调节货币供应量、传递政策信息，最终影响到各经济主体的经济活动，从而达到调控宏观经济的目的。

（二）金融市场的分类

1. 货币市场

1) 票据市场与贴现市场

在货币市场中使用的票据有商业票据和银行承兑票据两类。商业票据是工商业者之间

由于信用关系形成的短期无担保债务凭证的总称。在商业票据的基础上，由银行承兑，允诺票据到期履行支付义务，便成为银行承兑票据。票据交易的市场就是票据市场。

典型的商业票据产生于商品交易的延期支付，有商品交易的背景。但商业票据只反映由此产生的货币债权债务关系，并不反映交易的内容。在商业票据中，还有大量并无交易背景而只是单纯以融资为目的发出的票据，即融通票据。相对于融通票据，有真实交易背景的票据则称为真实票据。融通票据的发行者多为大工商业公司和金融公司，发行面额多为大额整数，以方便交易。

银行承兑票据由银行承兑，其信用风险相对较小。由于银行承诺承担最后付款责任，实际上是银行将其信用出借给企业，因此，企业必须缴纳一定的手续费。这里，银行是第一责任人，而出票人则是第二责任人。需要指出的是，在发达市场经济体中，银行承兑票据的发行人大多是银行自身。

用票据进行短期融资有一个基本的特征——利息先付，即出售票据的一方融入的资金低于票据面值，票据到期时按面值还款，差额部分就是支付给票据买方（贷款人）的利息，这种融资的方式就叫贴现。票据贴现是短期融资的一种典型方式，因此，狭义的短期融资市场也叫票据贴现市场，简称贴现市场。在票据贴现市场，充当买方的一般是商业银行、贴现公司、货币市场基金等专门从事短期借贷活动的金融机构，也有掌握闲置资金的非金融机构。

2) 回购市场

回购市场指通过回购协议进行短期资金融通交易的市场。所谓回购协议，是指在出售证券的同时，与证券的买方签订协议，约定在一定期限后按原定价格或约定价格购回所卖证券，从而获得即时可用资金。从本质上说，回购协议是一种抵押贷款，其抵押品就是证券。

由于回购交易相当于有抵押品的贷款，充当抵押的一般是信用等级较高的国债、银行承兑汇票等证券，因此，回购交易具有风险低、流动性高等特点。

还有一种逆回购协议，它是从资金供应方的角度出发，相对于回购协议而言的。在逆回购协议中，买入证券的一方同意按约定期限以约定价格出售其所买入的证券。从资金供应者角度来看，逆回购协议是回购协议的逆操作。

3) 银行间拆借市场

银行间拆借市场指银行同业间短期的资金借贷市场。市场的参与者为商业银行以及其他各类金融机构。拆借期限短，有隔夜、7天、14天等，最长不超过1年。我国银行间拆借市场于1996年1月联网试运行，其交易方式主要有信用拆借和回购两种方式，其中主要是回购方式。

4) 短期政府债券市场

短期政府债券，是政府部门以债务人身份承担到期偿付本息责任的期限在1年以内的债务凭证。广义的短期政府债券市场包括国家财政部门所发行的债券，以及地方政府代理机构所发行的债券。狭义的短期政府债券市场则仅指国库券，一般来说，政府短期证券市场主要指国库券市场。

短期国库券的期限品种有3个月、6个月、9个月和12个月。国库券通常采用贴现方

式发行，发行的频率较高。国库券的期限短，有政府信誉做担保，因而可以视为无风险的证券。国库券市场的流动性在货币市场中是最高的，几乎所有的金融机构都参与这一市场的交易。

5) 大额可转让定期存单市场

大额可转让定期存单是由商业银行发行的一种金融产品，是存款人在银行的存款证明。大额可转让定期存单与一般存单不同的是，期限不低于7天，金额为整数，而且在到期前可以转让。存单市场分为发行市场和二级市场，在发行市场上发行的大额可转让定期存单，在未到期前，可以在二级市场交易。

6) 货币市场共同基金

共同基金是将众多小额投资者的资金集合起来，由专门的经理人进行市场运作，赚取收益后按一定的期限及持有的份额进行分配的一种金融组织形式。对于主要在货币市场上进行运作的共同基金，则被称为货币市场共同基金。

货币市场还包括短期信贷市场，主要是指商业银行向企业提供短期信贷的市场。

2. 资本市场

1) 股票市场

股票是投资者向公司提供资金的权益合同，是公司的所有权凭证，代表着持有者对公司资产和收益的剩余索取权。股票持有人可以按照公司的分红政策定期或不定期地取得红利收入。股票没有到期日，持有人可以将其出售。发行股票可以帮助公司筹集资金，但并不意味着有债务负担。

股票可以分为普通股和优先股。普通股是在优先股要求权得到满足后才参与公司利润和资产分配的股票，它代表着最终的剩余索取权。普通股股东一般有出席股东大会的会议权、表决权、选举与被选举权等，他们通过投票（通常是一股一票和简单多数原则）来行使剩余控制权。优先股指在剩余索取权方面较普通股优先的股票，这种优先表现在可以分得固定股息，且在普通股之前收取股息，但通常优先股股东没有投票权。

股票市场分为一级市场与二级市场。股票的一级市场，也叫发行市场，是通过发行股票进行筹资活动的场所。一级市场的整个运作过程通常由前期准备阶段、后期认购与销售阶段组成。在前期准备阶段，要对一些主要问题进行决策：一是发行方式的选择，通常可以在公募与私募两种方式中选择；二是选定作为承销商的投资银行；三是准备招股说明书；四是确定发行价格。在后期的认购与销售阶段，按照预定的方案发售股票，通常采用包销、代销和备用包销等方式进行销售。股票的二级市场，也叫流通市场，是投资者之间买卖已发行股票的场所。二级市场通常可以分为有组织的证券交易所和场外交易市场，但也出现了具有混合特征的第三市场和第四市场。

证券交易所是由证券管理部门批准的，为证券的集中交易提供固定场所和有关设施，制定各项规则以形成公正合理的价格和有条不紊的正式组织。场外交易是相对于证券交易所而言的，凡是在证券交易所之外进行的股票交易活动都可以称为场外交易。由于场外交易起初主要是在各证券商的柜台上进行的，因此也称为柜台交易。第三市场指将原来在证券交易所上市的股票转移到场外进行交易而形成的市场。换言之，第三市场是已上市却在

证券交易所之外进行交易的股票买卖市场，以区别于一般意义上的柜台市场，它是一种店外市场。第四市场指许多机构大投资者，完全撇开经纪商和交易所，直接与对方联系，进行上市股票和其他证券的交易。

2) 债券市场

债券是一种资金借贷的证书，该证书载明发行者在指定日期支付利息并在到期日偿还本金的承诺，其要素包括债务的面额与利息、利息支付方式、期限、债务证书的发行人、求偿等级、限制性条款、抵押与担保、选择权（如赎回与转换条款）等内容。

债券的种类繁多，按照发行主体不同可以将其分为政府债券、公司债券和金融债券三大类。政府债券指中央政府、地方政府发行的债券，它以政府的信誉做担保，因而通常无须抵押品，其风险在各类投资工具中最小。公司债券是公司为筹集营运资本而发行的债券，其合同要求不管公司业绩如何，都应优先偿还其固定收益，否则将在相应破产法的裁决下寻求解决，因而其风险小于股票，但比政府债券高。金融债券是银行等金融机构为筹集资金而发行的债券，由于银行的资信度比一般公司高，其信用风险也较公司债券低。

债券市场分为一级市场与二级市场。债券的一级市场，也叫发行市场。债券的发行与股票类似，不同之处在于债券有发行合同书和债券评级两个方面，同时还多了一个到期偿还环节。发行合同书是一种信托契约，是说明债券持有人和发行人双方权益的法律文件，由受托管理人（通常是银行）代表债券持有人利益，监督合同书中各条款的履行。债券评级，也叫债券信用评级，是以发行人发行的有价债券为对象进行的信用评级。其目的在于告诉投资人债券发行人的盈利能力、偿债能力。信用级别越高，债券发行人的偿债能力越好，债券发行成本就越低。目前，最著名的三大债券评级机构是美国标准普尔公司、穆迪投资服务公司、惠誉国际信用评级有限公司。债券的二级市场也与股票的二级市场类似，其交易机制也无差别。证券交易所是债券二级市场的重要组成部分，在证券交易所申请上市的债券主要是公司债券，但国债一般不用申请即可上市，享有上市豁免权。大多数债券的交易是在场外市场进行的，场外市场是债券二级市场的主要形态。

3) 投资基金

投资基金，也称“共同基金”“互助基金”，是通过发行基金股份，将投资者分散的资金集中起来，由基金托管人委托职业经理人管理，专门从事证券投资活动，并将投资收益分配给基金持有者的一种金融组织形式。简言之，投资基金就是一种利益共享、风险共担的集合投资组织。

投资基金一般由发起人设立，通过发行证券募集资金。基金的投资人不参与基金的管理和操作，只定期取得投资收益。基金管理人根据投资人的委托进行投资运作，收取管理费。在证券市场品种不断增多、交易复杂程度不断提高的背景下，普通人与专业人士相比，在经营业绩方面的差距越来越大。将个人不多的资金委托给专门的投资管理人集中运作，也可以达到投资分散化和降低风险的目的。

投资基金的特点可以概括为以下四点：一是成本低，将小额资本汇集起来，具有规模优势；二是风险低，将资金分散投资，有效组合降低风险；三是投资机会多，专业人士管理，能更好地抓住投资机会；四是便利，投资基金从发行、收益分配、交易、赎回都有专

门机构负责，方便快捷。

基金的种类较多，根据组织形式的不同，可分为公司型基金和契约型基金；根据投资目标的不同，可分为收入型基金、成长型基金和平衡型基金；根据资金募集方式和来源不同，可分为私募基金和公募基金；根据其投资对象，可大体上分为货币市场基金、对冲基金、股票基金、产业投资基金等。

基金与股票、债券存在三方面的差异：一是反映的经济关系不同。股票反映的是一种所有权关系，是一种所有权凭证，投资者购买股票后就成为公司的股东；债券反映的是债权债务关系，是一种债权凭证，投资者购买债券后就成为公司的债权人；基金反映的则是一种信托关系，是一种受益凭证，投资者购买基金份额就成为基金的受益人。二是所筹资金的投向不同。股票和债券是直接投资工具，筹集的资金主要投向实业领域；基金是一种间接投资工具，所筹集的资金主要投向有价证券等金融工具或产品。三是投资收益与风险大小不同。通常情况下，股票价格的波动性较大，是一种高风险、高收益的投资品种；债券可以给投资者带来较为确定的利息收入，波动性也较股票要弱，是一种低风险、低收益的投资品种；基金投资于众多股票和债券，能有效分散风险，是一种风险相对适中、收益相对稳健的投资品种。

4) 投资银行

投资银行(Investment Bank, Corporate Finance)，简称投行，是主要从事证券发行、承销、交易、企业重组、兼并与收购、投资分析、风险投资、项目融资等业务的非银行金融机构，是资本市场上的主要金融中介。投资银行的直接金融中介功能如图 1-5 所示。

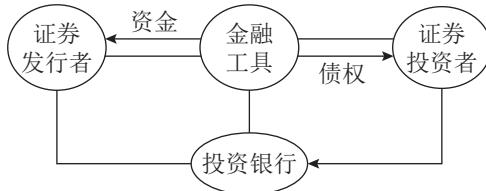


图 1-5 投资银行的直接金融中介功能

美国金融学专家罗伯特·库恩 (Robert Kuhn) 将投资银行划分为以下四个层次。

一是广义投资银行。广义投资银行指任何经营华尔街金融业务的金融机构，业务包括证券研究、资产管理、私人财富管理、私人股权、风险投资、国际海上保险以及不动产投资等几乎全部金融活动。某些大型投资银行还发行自己的信用卡，并涉足商业银行业务。

二是较广义投资银行。较广义投资银行指经营全部资本市场业务的金融机构，业务包括证券承销与经纪、企业融资、兼并收购、咨询服务、资产管理、创业资本等。与广义投资银行不同的是，它不包括不动产经纪、保险和抵押业务。

三是较狭义投资银行。较狭义投资银行指经营部分资本市场业务的金融机构，业务包括证券承销与经纪、企业融资、兼并收购等，与较广义投资银行不同的是，它不包括创业资本、基金管理、风险管理工具等创新业务。

四是狭义投资银行。狭义投资银行的业务仅指财务顾问（包括兼并收购、重组、股权转让等咨询服务）和承销（包括股票发行、债务发行、特殊金融工具发行等）。

世界各国对投资银行的划分和称呼不尽相同，美国的通俗称谓是投资银行，英国则称商人银行。以德国为代表的一些国家实行银行业与证券业混业经营，通常由银行设立公司从事证券业务经营。由于欧洲金融业在历史上多采取混业经营，事实上独立的“商人银行”数量不多，大部分都是综合性银行或“全能银行”，即同时经营商业银行和投资银行业务。

我国投资银行业务主要由证券公司和部分商业银行承担。根据《中华人民共和国证券法》第一百二十五条，经国务院证券监督管理机构批准，证券公司可以经营下列部分或者全部业务：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；其他证券业务。

3. 外汇市场

1) 外汇市场的含义

外汇市场指由经营外汇业务的银行、各种金融机构以及个人进行外汇买卖和调剂外汇余缺的交易场所。外汇市场的交易可以分为四个层次，即顾客之间、银行与顾客之间、银行与银行之间、银行与中央银行之间的交易。如图 1-6 所示，在这些交易中，外汇经纪人往往起着中介作用。

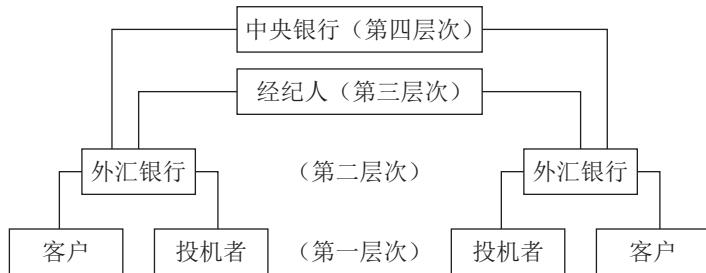


图 1-6 外汇市场的结构

2) 外汇市场的参与者

中央银行：通过买进卖出不同外汇来干预汇率。

外汇银行：代客买卖与进出口业务相关，以自有账户进行直接买卖。

客户：个人和公司。

外汇经纪人：受委托在银行和客户之间“跑街”。通过技术和关系网，收取佣金，没有风险；以自有资金进行买卖，有风险。

造市者：大规模地从事某种货币或外汇业务，并能操纵市场行情的交易者（外汇银行和投资基金）。他们拥有雄厚的资金、技术娴熟的交易员、先进的设备、遍布各地的网点。

小资料：

乔治·索罗斯（George Soros），创立“对冲基金”（量子基金）。1992年夏突然袭击英镑，引起英镑危机，英镑被迫退出欧洲货币机制，索罗斯净赚20亿美元。1997年索罗斯投机泰国货币泰铢，大捞一把，由此诱发亚洲金融危机，这使亚洲一些国家的经济陷入困境，居民生活水平下降。

3) 外汇市场的分类

按交易主体划分，可将外汇市场分为批发市场和零售市场。

根据组织形态，可将外汇市场分为有形外汇市场和无形外汇市场。

按政府对外汇市场的干预程度，可将外汇市场分为官方外汇市场、自由外汇市场、外汇黑市。

按外汇业务的不同特征，可将外汇市场分为即期外汇市场、远期外汇市场、外汇期货市场、外汇期权市场。

三、资本运营的法治与监管环境

（一）资本运营的法治体系

企业需要有健全的法治体系来保障其资本运营的顺利进行。资本运营需要的法治体系较为复杂，各种法律相互制约、相互补充。我国与资本运营密切相关的法律法规主要有以下几部。

1.《中华人民共和国公司法》

《中华人民共和国公司法》（简称《公司法》）是社会主义市场经济制度的基础性和骨干性法律。《公司法》颁布实施30多年来，历经四次修正、两次修订。2023年12月29日，十四届全国人大常委会第七次会议修订通过《中华人民共和国公司法》，自2024年7月1日起施行。新修订的《公司法》第一条开宗明义，将规范公司的组织和行为，保护公司、股东、职工和债权人的合法权益，完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，维护社会经济秩序，促进社会主义市场经济的发展作为首要原则。新修订的《公司法》有助于弘扬企业家精神，增强上市公司核心竞争力，提升上市公司治理水平，弘扬股权文化，践行股东中心主义价值观，提振投资信心，维护交易安全，防范金融风险，强化社会责任，促进共同富裕，逐渐优化诚实信用、公开透明、多赢共享、包容普惠的投资者友好型资本市场生态环境。

2.《中华人民共和国证券法》

《中华人民共和国证券法》（简称《证券法》）于1998年首次颁布，是资本市场的“根本大法”。2005年完成第一次修订。2019年完成第二次修订，新《证券法》于2020年3月1日起正式实施。作为具有顶层制度设计理念的资本市场的基础性法律，新《证券法》全面提升了违法违规成本，并专设“信息披露”和“投资者保护”章节，加强了信息披露，明确和强调了投资者权利。新《证券法》强化了我国证券监管的私人实施机制和公共实施机制，为注册制改革的全面推行提供了制度性基础，对于提高上市公司质量和全面深化改革具有重大意义。

3.《中华人民共和国证券投资基金法》

《中华人民共和国证券投资基金法》（简称《证券投资基金法》）于2003年10月28日由第十届全国人大常委会第五次会议通过，自2004年6月1日起施行。现行版本为

2015年4月24日第十二届全国人民代表大会常务委员会第十四次会议修正。《证券投资基金法》对资本运营起着重要的规范和保障作用。首先，该法明确了证券投资基金的设立、管理、托管及运作方式，为资本运营提供了法律框架和依据，确保基金活动在合法、合规的轨道上进行。其次，它保护了投资人及相关当事人的合法权益，通过规范基金管理人和托管人的职责，以及基金份额持有人的权利和义务，为资本运营创造了公平、公正的市场环境。再次，该法还促进了证券投资基金和资本市场的健康发展，为资本运营提供了广阔的空间和机遇。最后，它规定了基金财产的禁止投资活动，确保基金财产的安全和稳健运营。

4.《中华人民共和国反垄断法》

《中华人民共和国反垄断法》（简称《反垄断法》）于2007年8月30日由第十届全国人民代表大会常务委员会第二十九次会议通过，自2008年8月1日起施行。现行版本为2022年6月24日第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十五次会议修正。《反垄断法》通过禁止垄断行为，防止市场出现不合理的集中，确保市场竞争主体的自主性和平等地位。这为资本运营提供了一个公平竞争的市场环境，使得企业能够基于自身实力进行资本扩张或收缩，而非依赖于市场垄断地位。《反垄断法》有助于资源更有效地被配置到各个生产领域，提高整体经济效率。这对于资本运营而言，意味着资本能够更准确地流向具有高效益和增长潜力的领域，实现资本增值。《反垄断法》保护消费者合法权益，间接促进资本运营的良性发展。在消费者权益得到保障的市场环境中，企业更有可能通过提升产品质量和服务水平来吸引和留住消费者，从而为资本运营创造更有利的条件。

5.《中华人民共和国企业破产法》

《中华人民共和国企业破产法》（简称《企业破产法》）于2006年8月27日第十届全国人民代表大会常务委员会第二十三次会议通过，并于2007年6月1日起施行。第一，《企业破产法》为规范企业破产程序提供了明确的法律依据。通过制定一系列详细的程序规则，如破产申请的提出、受理、审查、宣告、清算等，确保破产程序的合法性和有序性。第二，《企业破产法》致力于公平清理债权债务。在破产程序中，法律要求对所有债权人一视同仁，按照法定顺序和比例清偿债务。这避免了个别债权人通过不正当手段优先受偿，从而保障了整体债权人的利益。同时，也为债务人提供了摆脱沉重债务负担、重新开始的机会。第三，《企业破产法》致力于保护债权人和债务人的合法权益。在破产程序中，法律赋予了债权人申报债权、参与债权人会议、监督破产财产分配等权利，确保其利益得到充分保障。同时，法律也规定了债务人在破产过程中的义务和责任，如配合清算工作、如实报告财产状况等，以维护破产程序的顺利进行。第四，《企业破产法》在维护社会主义市场经济秩序方面发挥着重要作用。通过及时有效地处理企业破产案件，能够防止因企业倒闭而引发的连锁反应，降低市场风险。同时，破产法律制度还能促进企业优胜劣汰，推动市场资源的合理配置，从而推动社会主义市场经济的健康发展。

我国还出台了《证券发行与承销管理办法》《首次公开发行股票并上市管理办法》《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》《公司债券发行与交易管理办法》等行政法规。这些法律法规相互制约、相互补充，共同规范企业资本运营的有序开展，维护市场的公平竞争秩序和社会公共秩序。

（二）监管机构

与资本运营密切相关的监管机构主要是中国证券监督管理委员会，即证监会。证监会是国务院证券委员会的执行机构，根据相关法律法规，负责对全国证券市场进行统筹指导和监督管理，同时对违法违规行为进行处罚，确保市场公平、公正、透明、高效。

证监会的职责包括制定并执行证券市场的监管规则、审批证券公司的设立和变更、监督证券公司的运营行为，以及保护投资者权益等。证监会的监管范围涵盖了证券的发行、交易及相关活动，确保所有在中华人民共和国境内从事这些活动的机构和个人都遵守相关法律法规。

（三）信息披露制度

信息披露有助于提高资本市场资源有效配置，解决由证券市场信息不对称导致的逆向选择和道德风险等问题。信息披露制度是有效市场假说、信息不对称理论、代理理论等被普遍接受和支持的信息披露制度的理论依据。

我国自证券市场发展伊始，就非常重视信息披露制度的建立，最早可追溯到1993年国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》，其中设置了“上市公司的信息披露”专章。2020年3月1日，新修订的《证券法》正式施行，对信息披露做了专章规定，扩大了信息披露人范围，在真实、准确、完整的信息披露原则上增加了可理解、及时、公平等明确要求，补充了自愿性信息披露的原则规定。

2021年3月19日，证监会发布《上市公司信息披露管理办法（2021年修订）》，并于2021年5月1日起正式施行。2024年4月12日，国务院印发的《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》明确提出“推动股票发行注册制走深走实”，强化信息披露制度，健全上市公司可持续信息披露制度（“ESG”信息披露）。

ESG概念最初于2004年由联合国全球契约组织提出。作为评估企业履行环境、社会和治理责任的核心框架及评估体系，ESG已被广泛接受为推动企业实现可持续发展的必经之路。在全面注册制下，ESG已成为衡量企业发展潜力和前景的新型标准，上市公司的ESG表现将成为投资者关注的重点。我国的ESG实践发展起步较晚，但近年来发展迅速。2018年9月，证监会对《上市公司治理准则》进行了修订，确立了环境、社会责任和公司治理（ESG）信息披露的基本框架，要求上市公司披露环境信息及履行扶贫等社会责任的相关情况。2018年11月，中国证券投资基金业协会出台了《绿色投资指引（试行）》，该指引是国内首份全面系统的绿色投资行业自律标准。证监会于2022年4月11日发布的《上市公司投资者关系管理工作指引》，在上市公司与投资者的沟通内容中增加了上市公司的ESG信息。2024年4月12日，上海证券交易所、深圳证券交易所和北京证券交易所正式发布《上市公司可持续发展报告指引》，并于2024年5月1日起实施，进一步细化和规范了上市公司ESG信息披露的要求等。2024年5月27日，财政部发布《企业可持续披露准则——基本准则（征求意见稿）》，标志着国家统一的可持续披露准则体系建设拉开了序幕。

第四节 资本运营风险与管理

一、资本运营风险的含义

资本运营风险指资本运营主体在资本运营中，因外部环境的复杂性和易变性，以及运营主体对环境的认知能力的有限性，而导致的资本运营未来收益与期望值的偏差。

人们通常认为，风险主要指不利可能性的出现。但风险的定义与之有一些出入，要正确理解这一定义，需把握以下三个方面：

一是资本运营风险产生的主要原因在于运营环境的复杂性和不确定性。

二是资本运营主体由于自身能力有限，使其对环境的认知也是有限的，最终导致运营风险的产生。

三是未来收益与期望值的偏差可能为正，也可能为负，这都是风险。任何投资都有风险，资本运营风险与期望收益往往成正比。“高风险，高收益；低风险，低收益”，即风险越大，期望收益越大，较大损失的机会也越多；风险越小，期望收益越小，较大损失的机会也越少。

二、资本运营风险的类型

根据资本运营的内容，资本运营风险可以分为筹资风险、投资风险、经营风险、外汇风险、政策风险等。

（一）筹资风险

筹资风险是由企业筹资收益的不确定性导致的。随着企业自主权和法人地位的加强，金融市场的建立与发展，信息技术的发展与进步，企业可以自主、灵活、迅速地筹资。筹资风险伴随着筹资活动而产生，企业采取多种方式筹集所需资金，也会面临多种形式的筹资风险，比如股票发行风险、债券发行风险、负债经营风险、国外筹资风险和商业信用筹资风险等。

具体而言，企业在股票发行活动中由于股票市场价格下跌，背离预定价格降价出售所造成损失的可能性，即为股票发行风险。一般来说，发行股票的风险由投资者和发行者共同承担，筹资风险相对较小，但并不是没有风险。影响股票市场价格变动的诸多因素均是股票发行风险的来源，内部因素主要是企业的经营业绩，外部因素有股票供求状况、经济发展形势、物价水平和金融政策等，甚至国际形势、重大政治事件和投机行为也会严重影响股票市场价格的上涨或下跌。

（二）投资风险

投资风险指在对投资方案做出决策时，对风险因素考虑不周或因某种不确定因素出现投资决策失误而带来的风险。投资是企业实现资本运营的重要手段之一。投资决策的正确与否直接关系到企业的兴衰存亡，对企业的生存发展及资本的保值、增值具有决定性作用。投资风险的产生源自企业主要的投资活动，企业的投资活动形式众多，面临的投资风险的重要性也各不相同。企业的投资活动主要包括证券投资、衍生金融产品投资、长期对外投资和企业内部项目投资等。

（三）经营风险

经营风险是指由于经营状况的不确定性带来的风险。经营状况的不确定性主要来自企业外部不可抵抗的突发事件、内部经营决策的失误和经营管理的不当。地震、火灾、台风、泥石流等自然灾害引起的不可抗拒事件往往会给企业经营活动带来巨大损失。内部经营决策的失误和经营管理不当主要体现为：市场预测和战略规划不准、经营方向选择不当、资本运营目标与发展战略不匹配、经营行为与市场脱节、资本运营管理水平不高、与目标企业管理部门的整合再造效果不佳等方面。上述经营决策中的失误导致企业的盈利水平发生变化，投资者的预期收益率下降。

（四）外汇风险

外汇风险也称汇率风险，指企业在跨国资本运营过程中，由于汇率波动导致以外币计价或衡量的资产、收益和未来现金流价值下跌的可能性。随着国际贸易和国际合作的迅猛发展以及国际金融一体化进程的加快，汇率风险波及范围越来越大。

资本运营中的汇率风险主要来源于跨国交易和折算两个环节。企业在进出口贸易合同签订到结算过程中、国际债权债务未清偿之前，以及持有外汇头寸时发生汇率变动，都会带来外汇交易风险。外汇折算风险是企业在将资产负债表由外币折算成记账本位币时，由于汇率变动可能导致的账面损失。此外，汇率变动还可能引起资本输出或输入，导致国内货币供求关系发生变化，进而影响资本价格和资本运营的收益。

（五）政策风险

政策风险指由于国际政治局势和国家经济政策的变化对市场机制、投资环境、企业经营机制产生作用，进而使企业财务关系发生变动，造成企业经济损失的可能性和财务环境的不确定性。在市场经济条件下，由于受价值规律和竞争机制的影响，各企业争夺市场资源，都希望获得更大的活动自由，因而可能会触犯国家的有关政策，而国家政策又对企业的行为具有强制约束力。国家与企业之间由于政策的存在和调整，在经济利益上会产生矛盾，从而产生政策风险。

三、资本运营风险管理

风险和收益相伴而生。资本运营在给企业带来跨越式发展的同时，蕴含的风险也与日俱增。管理与控制风险，是企业在发展过程中必须解决的重要问题。风险管理是企业通过对风险的识别和衡量，采用经济和技术手段加以控制和处理，达到以最低成本获得最大安全保障的目的。资本运营风险管理作为企业风险管理的一个重要内容，通常由一系列行为构成，主要包含明确风险管理目标、风险识别、风险衡量、风险控制、风险管理效果评价和建立资本运营风险管理机制几个部分。

(一) 明确资本运营风险管理目标

在具体的风险管理中，管理者首先要确定风险管理对象的范围，明确风险管理活动所要达到的目标。这要求从资本运营整个过程中可能遇到的问题出发，确定资本运营风险管理的目标及各阶段分目标，并根据主要目标来界定资本运营风险防范的范围。通过建立“目标—风险因子”关系，最终建立一套完善的、有针对性的风险管理目标系统。

(二) 资本运营风险识别

风险识别是资本运营风险管理的基础和前提，如果不能正确识别风险，就无法对风险进行科学的衡量和管理。风险识别是根据风险管理目标要求，在了解和分析大量可靠的信息资料，认真研究内外部环境状况后，厘清企业资本运营操作中存在的各种风险因素，进而判断企业所面临的风险及其性质，使之完全被辨识出来。风险识别不仅要了解风险的存在，更要了解风险的来源和存在形式，并据此划分风险类型，从而为制定风险防范策略提供思路。

资本运营风险的识别需要借助一些技术和工具，如风险检索列表、德尔菲法、SWOT问卷和分段识别法等。

(三) 资本运营风险衡量

资本运营风险衡量是在风险识别的基础上，运用数学方法对过去的损失资料进行分析，并据此对风险发生的概率和可能造成的损失严重程度进行估计。科学的风险衡量可以计算出较为准确的损失概率和损失严重程度，减少损失发生的不确定性；可以帮助风险管理者分辨主要风险和次要风险，建立损失概率分布并预测损失期望值，为风险管理决策和实施各项风险管理技术奠定基础。

资本运营风险分析主要有定性和定量两大类方法。定量分析法主要有概率分析法和蒙特卡罗模拟法。

(四) 资本运营风险控制

资本运营风险控制指通过实施一系列措施和手段，消除或减少资本运营风险事件发生的可能性，或者降低风险对企业造成的损害，使企业承受资本运营风险的成本降到最低。

换言之，风险控制就是要控制风险的发生及其损害程度。控制的目标不仅取决于具体的运营对象，还取决于资本运营主体的风险偏好及投资动机。风险控制具体可采用以下技术方法。

1. 风险回避

风险回避是企业在保证资本运营目标实现的基础上，可以选择风险较小的运营方案，也可以放弃整个资本运营活动或放弃其中的一些项目，从根本上消除风险可能造成的损失。风险回避可以完全阻止某特定资本运营风险给企业带来的损失，是资本运营风险管理中最彻底的方法，也是最消极的方法。由于企业在放弃风险方案时，也放弃了潜在收益，因此该方法一般只在企业对风险极端厌恶，或者无力承受、减轻和用其他方法消除风险的情况下采用。

2. 风险转移

风险转移是企业通过某些手段将部分或全部资本运营风险转移给他人承担，以减少风险可能造成的损失的一种方法。资本运营风险转移的手段主要有合同转移、保险转移和利用风险交易工具转移三种。签订包销协议转移股票发行风险属于合同转移。企业购买财产保险将财产损失的风险转移给保险公司承担属于保险转移，保险转移是最常见的风险转移方式，但并不是所有的资本运营风险都可以通过购买保险来转移。保险转移的前提是可保风险必须符合保险公司的承保条件。企业可以利用期货、期权、对冲基金和远期保价等风险交易工具来转移和规避信用风险。

3. 风险分散

风险分散是企业将自己承担的风险分散出去，以减轻资本运营的风险负担。借鉴组合投资理论，企业在资本运营过程中可以通过多元化经营、对外投资、与其他企业合资或联盟等方式分散风险。例如，当企业欲投资风险较大的项目时，可以通过联营等方式与其他企业共同投资来分散投资风险。企业可将资金分配在回报率关联度较低的多种资产上，达到既能降低整体投资风险又能保证一定收益的目的。

4. 风险隔离

风险隔离指把某一可能导致风险发生的因素进行分离或复制，从而减少该风险可能带来的损失，使任一风险事故的发生不至于带来所有财产损毁或灭失。例如，在企业并购中，将前景不好的产品和部门从并购后的企业剥离出去，使其成为独立的企业法人，从而避免其对其他产品和部门的影响，保证总体并购效果的实现。风险隔离并不是降低风险单位本身的损失程度，而是要从整体上减少损失，对于整个资本运营过程而言，风险隔离是一种效果比较明显的风险控制方式。但是在降低整体损失程度的同时，增加了风险单位的数量，资本运营风险管理的成本会加大也是不可避免的。

（五）风险管理效果评价

风险管理效果评价就是以风险管理措施实施后的实际资料为依据，对企业风险管理方式和手段的效益性和适用性进行分析、检查、评估和修正，即包括对资本运营风险管理决策水平、管理水平、执行情况、执行效果等方面评价。风险管理效果评价可为以后的资

本运营风险管理提供经验或警示，从而提高未来的管理能力和水平。

评价方法可采取专家意见法、实地调查法、抽样调查法、过程评价法、因素分析法和指标对比法等。

（六）建立资本运营风险管理机制

为有效控制资本运营中的风险，建立完善的资本运营风险管理机制尤为必要，需注意以下几个方面。第一，建立和完善风险预警和报告制度，以便第一时间了解风险信息并及时采取有效的防范措施。第二，加强对资本运营活动结束后的资源整合风险的控制。第三，建立财务风险防范制度，对企业资本运营成本、效益以及财务承受能力进行分析，选取最优的资本运营方案，同时合理地预测、规避财务风险，以实现经济利益的最大化。

复习思考题

一、在线测试题（扫描书背面的二维码获取答题权限）

扫  自
描  我
此  测
码  试

二、简答题

1. 什么是资本？资本有哪些特点？
2. 简述资本运营的含义，它包括哪些内容？
3. 资本运营有哪些特点？
4. 资本运营与生产经营的关系是什么？
5. 如何理解资本运营的风险？