

## 引言

尽管资本经营的概念是近些年来才流行起来的,但其核心内涵——资本,有着悠久的历史。为了更加全面地了解资本经营,首先要深刻理解资本,以及资本的交易之地——资本市场。



## 引导案例

T 公司成立于 2015 年,是一家专注于智能家居解决方案开发的公司,旨在提升人们的生活品质。该公司的创始人是技术领域的资深专业人士,拥有多年的行业经验。他和他的团队共同研发了一款智能家居控制系统,该系统能够集成家庭的照明、暖通空调、安全系统和娱乐设备,实现了便捷的远程控制。然而,尽管 T 公司的产品前景看好,公司却面临着资金短缺的挑战。为了支持产品研发、市场推广和扩大生产规模,T 公司开始积极探索不同的资本经营策略来推动企业的增长。

首先,他们尝试了私募股权融资。T 公司与一些风险投资公司和天使投资人建立了联系,向他们展示了产品的巨大潜力和市场需求。最终,T 公司成功地筹集到了 100 万元的资金,用于进一步开发产品原型和进行市场测试。为了扩大公司的曝光度,T 公司还积极参加了多个创业竞赛,包括技术创新大赛和创业计划比赛。这不仅为公司带来了奖金,还获得了一些重要的行业认可。为了支持生产扩张和满足市场需求,T 公司决定采用债务融资策略。它与银行和其他金融机构签署了贷款协议,以获得所需的资金。这些贷款被用于购买设备、扩展生产线和拓展销售渠道。此外,T 公司还积极寻求与其他公司建立伙伴关系和合作,以提供其智能家居解决方案。这些合作不仅为公司带来了额外的收入,还扩大了它在市场中的份额。

通过采用多种资本经营策略,T 公司成功地筹集到了所需的资金,并取得了长足的发展。它的产品得到了市场的广泛认可,销售额稳步增长。公司的员工规模也不断扩大,为更多的创新和研发提供了支持。

## 本章的主要学习任务

- 了解资本市场的构成
- 掌握资本经营的技术基础

- 了解资本经营的概念、内涵和分类
- 理解资本经营的意义

## 第一节 资本与资本市场

### 一、资本

#### (一) 资本的含义

关于资本的早期观点,具有代表性的包括以下几个。萨伊(Say J. B.)在《政治经济学概论》中的表述为:“形成资本的,不是物质,而是这个物质的价值。”马克·多里奥(Marc Dorio)在《银行业务的理论和实际》中认为“用在生产目的上的通货是资本”。詹姆斯·穆勒(James Mill)在《政治经济学要义》中认为“资本即是商品”。西斯蒙第(Sismondi)在《政治经济学新原理》中指出“资本……是永久的会自行增大的价值”。苏格兰经济学家麦克劳德(Macleod)在《信用的理论》中写道:“资本是用于增值目的的经济量,任何经济量均可用作资本,凡可以获取利润之物都是资本。”他所说的经济量,是指其价值可以用货币计算并可用于买卖交换之物。现代西方经济学家萨缪尔森(Samuelson)在《经济学》中指出:“资本是一种不同形式的生产要素。资本(capital)(或资本品)是一种生产出来的生产要素,一种本身就是经济的产出的耐用投入品。”美国著名学者格林沃尔德(D. Greenwald)主编的《现代经济词典》对资本的解释是: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。

随着经济的发展,资本的内涵也在不断地发生变化,人们对资本的认知也在不断地变化。1992年中国社会科学出版社出版的《经济百科全书》对资本的说明是:“就工商业而言,资本由房屋、建筑物、工厂、机器设备以及库存等构成。稍广一点的含义还包括住房(不论是租赁的还是住户私有的)、运输设施和设备。资本还包括人力和非买物,它包括了用于研究和开发的经费所产生的知识、通过教育培训而取得的熟练技术、增加工人保健费而提高的生产能力,以及因采取诸如重整山林、改良土壤、开发矿产,以及为了对周围的水和空气进行保养和改善而进行投资等措施而提高的土地和自然资源的价值等。资本,不管采用哪种形式,其特点都是利用现时生产来创造那些不是现在要消费或享用,而是将来的生产要加以利用的某种资源,将来的生产,要么是提供消费服务,要么是形成更多的资本。”

#### (二) 资本的性质

马克思耗时40多年撰写的不朽著作《资本论》,总结了资本主义生产方式产生和发展的实践,吸取了前人对资本问题研究成果的科学成分,对资本做了全面深刻的分析。

马克思关于资本的论述,对于经济学方面的贡献之一就在于他既承认资本的自然属性,又揭示了资本的社会属性。

### 1. 资本的社会属性

资本的社会属性是指资本归谁所有,资本在不同的社会经济形态中所具有的特性。

马克思在《资本论》中,专门分析了资本主义生产方式下资本的生产过程、资本的流通过程和资本主义生产的总过程,但并不是说资本是资本主义的特有范畴。事实上,资本这一概念在资本主义生产方式形成以前很早就出现了。马克思指出:“中世纪已经留下两个不同的资本形式,它们曾经成熟于极不相同的各种经济社会形态之内,并且在资本主义生产方式时期以前,还是作为资本本身来看,那就是高利贷资本和商业资本。”<sup>①</sup>高利贷资本是指通过放贷货币获取高额利息的资本。马克思说:“我们可以把古老形式的生息资本叫作高利贷资本。”<sup>②</sup>它最初表现为一定数量的货币,通过放贷活动,获取利息。把货币转化为资本,即转化为一种手段,依靠这种手段占有别人的剩余劳动,它的运动公式是: $G—G'$ 。式中 $G$ 代表货币, $G'$ 代表增值了的货币。商业资本是指在流通领域中发生作用的职能资本,它“分为两个形式或亚种,即商品经营资本和货币经营资本”。<sup>③</sup>通常说商业资本,即指专门从事商品买卖,以获取利润为目的的资本,其循环可用以下公式表示: $G—w—G'$ ,式中 $w$ 代表商品。远在奴隶社会初期,商业资本就已出现,以后在封建社会又得到发展。资本主义社会以前的商业资本依附于奴隶制和封建制的生产关系而存在,它以简单商品生产为基础,活动于简单商品流通领域,为买卖双方的直接消费服务,它的主要特点是贱买贵卖。商业利润的来源:一是瓜分奴隶主和封建主剥削奴隶和农奴所获得的剩余产品,二是攫取小生产者的剩余劳动和一部分必要产品。

资本运行的一种特别形式就是资本的原始积累。马克思详细地研究了资本的原始积累,他指出:资本的原始积累乃是资本主义生产方式的出发点,“是生产者和生产资料分离的过程,一方面把社会的生活资料和生产资料转化为资本,另一方面把直接生产者转化为工资雇佣劳动者”。<sup>④</sup>马克思时代的资本原始积累是相当残酷的,甚至饱含了野蛮掠夺和残酷压榨,著名的表述是这样的:“资本来到世间,从头到脚,每个毛孔都滴着血和肮脏的东西。”<sup>⑤</sup>马克思在《资本论》中深刻地详尽地阐述了在资本主义生产方式下,货币转化为生产资本,资本家剥削工人的过程,“资本家把资本转化为各种商品,把它们当作一个新产品的物质形成要素,或当作劳动的要素来发生作用时,他使活的劳动

① 卡尔·马克思.资本论[M].第一卷.北京:人民出版社,1975:第24章,第605页.

② 卡尔·马克思.资本论[M].第三卷.北京:人民出版社,1975:第36章,第671页.

③ 卡尔·马克思.《资本论》第三卷第16章[M]//马克思,恩格斯.马克思恩格斯全集:第25卷.北京:人民出版社,1972:第297页.

④ 卡尔·马克思.《资本论》第24章[M]//马克思,恩格斯.马克思恩格斯全集:第2卷.北京:人民出版社,1972:第221页.

⑤ 卡尔·马克思.《资本论》第一卷第24章[M]//马克思,恩格斯.马克思恩格斯全集:第23卷.北京:人民出版社,1972:第829页.

力和各种死的物质相结合时。他就把价值,把过去的、已经物质化的、死的劳动转化为资本,为自行增值的价值”。<sup>①</sup> 资本主义生产的目的“就是增值价值,创造剩余价值,而剩余价值是工人在生产中耗费的‘剩余劳动时间的凝结’”。<sup>②</sup> 由于资本牵引出资本家剥削工人的经济关系,所以,“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”。<sup>③</sup>

资本实际上并不是资本主义特有的范畴,而是商品经济的必然产物,是企业进行生产经营活动的一个必要条件,它是客观存在的,始终存在于社会再生产的运动之中,并不断地实现价值增值。但在不同的社会经济形态中资本反映着不同性质的生产关系。

## 2. 资本的自然属性

资本的自然属性是指资本必然追求价值增值。这是资本在各种社会经济形态中所具有的共性。马克思指出:“对资本来说,任何一个物本身所能具有的唯一的有用性,只能是使资本保存和增值。”<sup>④</sup>这就是说,追求价值增值乃是资本的本质属性,这是商品经济共性的具体体现,不仅资本主义生产方式下资本家的资本的目的是追求价值增值,而且资本主义社会以前高利贷资本和商业资本运动的目的也是价值增值,社会主义生产方式下资本运动也应把价值增值作为目的。资本的自然属性是不管资本归谁所有都具有价值增值这一共同的属性,这一属性不会随社会生产关系的变革而改变。

资本的自然属性存在于资本的使用价值之中,属于生产要素方面的关系。企业的生产、技术和经营管理与资本的自然属性密切相关,可以认为企业的生产经营就是资本的使用、耗费与收回。资本具有追求价值增值这一自然属性,但并不是说,资本可以自发地实现增值,实际情况是,如果资本运用不好,不但不能增值,反而会出现贬值(资本报失、减少),因此,重视资本的自然属性,就要认真研究如何有效地运用资本,加速资本周转,降低资本耗费,增加资本积累等问题,在资本增值方面下功夫。

有一种观点认为,资本的社会属性是由资本的自然属性决定的。正是由于资本具有价值增值这一自然属性,人们才为资本的所有权而争斗,才有资本归谁所有这一社会属性。

## (三) 资本的特点

### 1. 增值性

资本运动的目的是价值增值,是实现利润的最大化,增值性是资本的本质属性。

### 2. 流动性

资本之所以能够增值,能带来剩余价值,关键在于它处在无休止的运动中,不断地

① 卡尔·马克思.《资本论》第三卷第19章[M]//马克思,恩格斯.马克思恩格斯全集:第25卷.北京:人民出版社,1972:第352-360页.

② 卡尔·马克思.《资本论》第一卷第7章[M]//马克思,恩格斯.马克思恩格斯全集:第23卷.北京:人民出版社,1972:第243页.

③ 卡尔·马克思.《资本论》第一卷第25章[M]//马克思,恩格斯.马克思恩格斯全集:第23卷.北京:人民出版社,1972:第833页.

④ 马克思,恩格斯.马克思恩格斯全集:第46卷[M].北京:人民出版社,1976:第225-226页.

从流通领域进入生产领域,再由生产领域进入流通领域,资本这种不间断的运动是资本取得价值增值的必要前提和条件,一旦停止运动,资本就不能增值。

### 3. 风险性

由于外部环境变化莫测,因而资本增值具有不确定性。

### 4. 多样性

资本具有货币资本、实物资本和无形资本等多种形态。

值得注意的是,在传统的经济学理论体系中,无论是古典的或现代的经济学家,都只谈资本的自然属性,而讳言资本的社会属性,认为资本是货币,是商品,是物质的价值,是自行增大的价值,是可以获取利润之物,是生产要素之一,却避而不谈资本所反映的经济关系。

## (四) 资本的构成

在经济理论和实践中,对资本有狭义和广义的理解。

### 1. 狭义的理解

在会计学中,企业资本的含义是指企业的资本金,即投资者投入企业的资本,是开办企业的本钱,也就是企业在工商行政管理部门登记的注册资本。我国坚持实收资本与注册资本一致的原则。资本金按投资主体的不同,分为国家资本金、法人资本金、个人资本金和外商资本金等。投资者可以用货币、实物、无形资产等形式投入资本。企业筹集资本金,可以采用吸收直接投资和发行股票等方式。企业对所筹集的资本,依法享有经营权,可以长期使用。在经营期内,投资者对其投入企业的资本可以依法转让,但不能任意抽回,这有利于企业的长期稳定经营。

办一个企业,首先必须有一定数额的资本金,才能从外界取得借款。因为在市场经济条件下,债权人往往要考虑企业资本金的规模和生产经营状况,要分析企业的偿债能力。如果企业没有一定数额的资本金,则很难取得借款,同时企业在市场竞争中经营发展,总是有风险的,这就要有承担亏损的能力。企业有了资本金,才能以本负亏,从这个意义上来说,资本金是企业真正实现自主经营、自负盈亏、自我发展的前提条件。

### 2. 广义的理解

广义的理解认为企业资本是指企业所有者(股东)权益,即不仅包括资本金(实收资本),还包括资本公积、盈余公积和未分配利润等。

所有者权益中的资本公积是一种资本储备形式,或者说是一种准资本,它包括多项内容,主要是:①投资者实际缴付的出资额超过其资本金的差额。例如,股份有限公司发行股票时,按股票面值和核定的股份总数的乘积计算的金额,记入“股本”科目,股票溢价部分记入“资本公积”科目。有限责任公司在增资扩股时,如有新投资者加入,新加入的投资者缴纳的出资额大于按约定比例计算的他在注册资本中所占份额的部分,作为资本公积入账。②资本汇率折算差额。境外上市公司、香港上市公司以及境内发行外资股的公司,在收到股款时,按照收到股款当日的汇率折合的人民币金额,记入“银行存款”等科目,按确定的人民币股票面值和核定的股份总数的乘积计算的金额,记入“股

本”科目,按其差额记入“资本公积”(资本溢价)科目。③接受捐赠的实物资产。例如,企业接受捐赠的固定资产,按其价值记入“固定资产”科目,按估计折旧记入“累计折旧”科目,按其差额记入“资本公积”科目。④资产评估增值。例如,企业以固定资产对外投资,如评估确认的固定资产净值大于该资产账面净值,其差额应记入“资本公积”科目。公司按规定可以将资本公积转增资(股)本,但资本公积中,接受捐赠的实物资产价值和资产评估增值等不能转作资本。

所有者权益中的盈余公积,是企业从税后利润中提取的积累资金。盈余公积,按照其用途不同,又分为公益金和一般盈余公积两种。公益金主要用于集体福利设施,一般盈余公积可用于弥补亏损、分配股利、转增资(股)本等。

所有者权益中的未分配利润是指未进行分配的净利润。它有两层含义:一是这部分利润尚未分配给企业投资者;二是这部分净利润未指定用途,在未分配之前,企业可以自主运用。

企业经营得越好,经济效益越高,实现的利润越多,就能提取更多的盈余公积,分配更多的股利,有更多的未分配利润,有更大的抗风险的能力,就能更快地发展。盈余公积和未分配利润都是企业通过经营、运用资本所实现的增值,可以作为资本加以运用。

### 3. 更广义的理解

更广义的理解认为企业的资本不仅包括企业所有者权益,而且还包括借入资本。

(1) 企业的借入资本主要是从企业外部取得的各种借款,包括银行借款和发行债券借款。企业向银行或其他金融机构等借入的期限在一年以下(含一年)的借款称为短期借款,借入期限在一年以上借款称为长期借款。发行债券借款期限为一年及一年以下的为短期债券,期限为一年以上的为长期债券。

企业通过借款所获得的货币与企业资本金形成时获得的货币,虽然来源有别,但在企业生产经营中发挥的作用是相同的,都用于购买材料、设备,支付工资费用。劳动者利用生产资料进行劳动,生产出产品,销售后收回货币,形成利润,实现增值。因此,企业借入的货币从其在生产经营中的作用来看,也是企业的资本。企业所有者权益是企业的自有资本,而企业借入的用于生产经营的货币,则是企业的借入资本。

办企业不能没有足够的自有资本,而聪明的企业家还很重视充分合理利用借入资本,因为合理利用借入资本,可以提高企业自有资本利润率。例如,某企业自有资本 600 万元,借入资本 400 万元(利息率 8%),合计 1 000 万元。本期息税前利润 150 万元,全部资本利润率为 15%,税前利润为 118 万元( $150 - 400 \times 8\%$ )。自有资本利润率为 19.67%( $118 / 600 \times 100\%$ ),比全部资本利润率高出 4.67%。从上例可以看出,该企业借入资本 400 万元,与自有资本一样参加生产经营周转,获得息税前利润 60 万元( $400 \times 15\%$ ),付出利息 32 万元( $400 \times 8\%$ ),付息后利润为 28 万元,使自有资本利润率提高 4.67%( $28 / 600 \times 100\%$ )。

(2) 企业的借入资本还可以包括通过补偿贸易方式和融资租赁方式获得固定资本而形成的长期应付款。企业需要某种设备,除了可以用自有资本中的货币或用借入的

货币购买以外,还可以采用补偿贸易方式或融资租赁方式获得。当企业采用补偿贸易方式引进设备时,按照设备的价款以及国外运杂费的外币金额和规定汇率折合为人民币数额记账,一方面企业增加了固定资产,另一方面企业增加了“长期应付款”,这种应付款按照合同分若干年用设备投产后生产出来的产品作价偿还。融资租入固定资产时,一方面是企业增加了固定资产,另一方面是企业增加了“长期应付款”(应付融资租赁费)。租入的设备投入使用后,应付融资租赁费按合同规定分若干年支付。

这里所说的补偿贸易和融资租赁两种方式与前述银行借款和发行债券借款两种方式有所不同,不是先借款去买设备,以后再用货币还借款本息,而是先获得设备,形成长期应付款,以后分期补偿或还款,但它们都是以信用为基础的资金融通,其实质是相同的。

(3) 企业的借入资本还可以包括其他各种应付款。企业在生产经营中还会形成其他一些应付款。例如,应付票据(企业因购买材料、商品和接受劳务供应等而开出、承兑的商业票据)、应付账款(企业因购买材料、商品和接受劳务供应等而应付供应单位的款项)、预收账款(企业按照合同规定向购货单位预收的款项)、应付工资、应付福利费、应付股利、应交税金和其他应付款。企业的各种应付款是企业应付给有关单位、个人的货币,尚未支付而被企业暂时占用在生产经营之中,与企业的各种应收款有一定的对应关系。许多应付款项目的形成和偿还有一定的规律,其数额有一定的稳定性,在没有到偿还期之前,企业可以合理运用,因而可视为借入资本。

企业的各种应付款在资产负债表的右方上半部分列示,分为流动负债和长期负债两类。

我们认为企业资本不仅包括自有资本,还包括借入资本。自有资本也称权益资本,是企业资本运营的基础,是企业赖以自主经营、自负盈亏的本钱,也是企业获取借入资本的基本前提,因而企业首先必须具有一定规模的自有资本。借入资本也称负债资本或他人资本,企业合理使用借入资本,可以扩大企业的生产经营规模,提高自有资本的经营效益,但使用借入资本,必须按期还本付息,企业面临着财务风险。企业合理、巧妙地运用借入资本,既能提高经营效益,又能避免财务风险,乃是资本运营的艺术。

### (五) 资本的表现形态

新建立的企业,最初从各方面筹集的资本表现为货币资本、实物资本和无形资本等。企业投入生产经营以后,资本形态不断地发生变化。例如,货币资本转化为实物资本和无形资本,实物资本和无形资本再转化为货币资本。在资本运用过程中,还会出现对外投资和应收款等形式。资本的各种形态在资产负债表的左方表现为各种资产。

#### 1. 货币资本(金)

货币资本(金)指处于货币形态的资本,具体包括企业的现金、银行存款和其他货币资金。其他货币资金包括企业的外埠存款、银行汇票存款、银行本票存款、信用卡存款、信用保证金存款等。

## 2. 实物资本

实物资本指表现为实物形态的各种资本,具体包括存货和固定资产。存货包括企业在库、在途和在加工中的各种材料、商品、在产品、半成品、包装物、低值易耗品、分期收款发出商品、委托代销商品等;固定资产包括房屋、建筑物、机器设备、运输工具等。

## 3. 无形资本

无形资本指不具有实物形态的各种资本,具体包括企业拥有的专利权、非专有技术、商标权、著作权、土地使用权和商誉等各种无实物形态的价值。

## 4. 对外投资

对外投资指企业对外投出的各种股权性质和债权性质的投资,按期限长短可分为短期投资和长期投资。短期投资指企业购入能随时变现并且持有时间不准备超过一年(含一年)的投资,包括各种股票、债券等;长期投资指企业投出的期限在一年以上(不含一年)的各种股权性质的投资,包括购入的股票和其他股权投资(企业以固定资产和其他实物资产以及无形资产和货币资金对外投资)以及企业购入的在一年内(不含一年)不能变现或不准备随时变现的债券和其他债权投资。

## 5. 各种应收款

各种应收款包括应收票据(企业因销售商品、产品,提供劳务而收到的商业汇票)、应收账款(企业因销售商品、产品,提供劳务应向购货单位或接受劳务单位收取的款项)、预付账款(企业按照购货合同规定预付给供货单位的款项)以及应收股利(企业因股权投资而应收取的现金股利)、应收利息(企业因债权投资而应收取的利息)和其他应收款。企业应收款是企业的资本在经营过程中被其他有关单位、个人临时占用的。

在资产负债表的左方,企业资本的各种形态(资产)按其流动性由大到小排列,分为流动资产(包括货币资金、短期投资、各种应收款、预付账款、存货、待摊费用等)、长期投资(包括长期股权投资、长期债权投资)、固定资产(包括房屋、建筑物、机器、机械、运输工具以及在建工程等)、无形资产及其他资产(包括开办费、长期待摊费用等)。

## (六) 资本概念的延伸

由于资本概念的广泛运用并深入人心,在许多领域,人们都将资本的概念进行了延伸,形成了目前较为流行的若干概念,如知识资本和人力资本等。

### 1. 关于知识资本

我们认为,知识资本是指企业所拥有的知识财产的价值。企业运用知识财产能带来经济效益。知识财产可分艺术财产和工业财产两类。艺术财产包括艺术作品、文学作品和音乐作品。工业财产可分为发明和商标两类。发明包括新产品、新工艺和商业用途的设计、方法等;商标包括产品商标、服务商标、证书商标和综合商标等。知识产权是对知识财产拥有者合法权利的认定。对艺术财产权的保护主要通过著作权法来实现,对工业财产权的保护主要通过专利法和商标法来实现。拥有技术的企业通过专利技术(已申请专利权的技术)、非专利技术(未申请专利权的技术)、商标权、版权和商业秘密五种方式对其产权进行保护。



知识资本是一个新的概念,目前认识不一致,一般认为“知识资本就是指企业所有无形资产的总和”。<sup>①</sup> 我们认为,知识资本是无形资产,但并不能说企业所有的无形资产都是知识资本。例如,土地使用权是企业对依法取得的土地在一定期限内使用的权利,它是一种一般的权利关系,而不是一种知识产权,因此它不应包括在知识资本范围之内。又如,商誉通常是指企业由于所处地理位置优越,或由于信誉好而获得了客户的信任,或由于组织得当生产经营效益好,或由于历史悠久积累了丰富的从事本业的经验,或由于技术先进、掌握了生产的诀窍等原因而形成的无形价值,具体表现在该企业的获利能力超过一般的获利水平。可见商誉的形成与企业拥有先进的生产技术和和管理技术有关,但还与它所处地理位置优越等非知识因素有关。

随着科学技术的突飞猛进,知识经济时代的到来,知识资本的重要性将日益显示出来,企业投到科学技术方面的知识资本将会明显增多,在全部资本中所占的比重将会逐渐增大。

## 2. 关于人力资本

“人力资本理论”是由美国经济学家 Theodore W. Schultz 于 1960 年提出的。他在《人力资本投资》一文中,批判了传统经济学把实物资本和劳动力数量的增长作为经济增长的关键因素的观点,指出对人的知识、能力、健康等方面的投资对经济增长所起的作用要比实物资本和劳动力数量的增加重要得多。一般认为,人力资本是对人的投资而形成的资本,对人的投资包括学校教育、在职培训以及保健设施等方面的支出。人力资本投资是一项能够给其所有者带来最大效益的重要的生产性投资,企业拥有高素质的人力资源,就能更好地吸收、组合各种生产要素,推动经济迅速发展。我国现在对人力资本投资的各项支出,分散记入各有关费用科目,并没有形成统一的人力资本数据。

# 二、资本市场

## (一) 资本市场含义

资本市场(capital market,也称“长期金融市场”)是一个股票经济术语,指期限在一年以上的各种资金借贷和证券交易的场所。资本市场是政府、企业、个人筹措长期资金的市场,包括长期借贷市场和长期证券市场。在长期借贷中,一般是银行对个人提供的消费信贷;在长期证券市场中,主要是股票市场和长期债券市场。

资本市场上的交易对象是一年以上的长期证券。因为在长期金融活动中,涉及资金期限长、风险大,具有长期较稳定收入,类似于资本投入,故称为资本市场。资本市场是金融市场三个组成部分之一,是进行长期资本交易的市场,长期资本指还款期限超过一年、用于固定资产投资的公司债务和股东权益——股票,与调剂政府、公司或金融机构资金余缺的资金市场形成鲜明的对照。

<sup>①</sup> 申明. 知识资本运营论[M]. 北京: 企业管理出版社,1998: 16.

## (二) 资本市场原理

本质上,资本就是财富,通常形式是金钱或者实物财产。资本市场上主要有两类人:寻找资本的人,以及提供资本的人。寻找资本的人通常是工商企业和政府;提供资本的人则是希望通过借出或者购买资产进而牟利的人。

资本,在经济学意义上,指的是用于生产的基本生产要素,即资金、厂房、设备、材料等物质资源。在金融学和会计领域,资本通常用来代表金融财富,特别是用于经商、兴办企业的金融资产。广义上,资本也可作为人类创造物质和精神财富的各种社会经济资源的总称。

资本市场只是市场形态之一。市场由卖方和买方构成,有时候在有形的空间里,如农贸市场或者大型商场,有时候在电子化的环境里。金融市场就是交易金融产品的市场。例如,货币市场是给各国货币确立相互比价的,市场参与者通过交易各种货币满足需要或者进行投机。资本市场原理示意图如图 1-1 所示。同样,商品期货市场和资金市场也是为了满足参与买卖双方的不同金融需要。

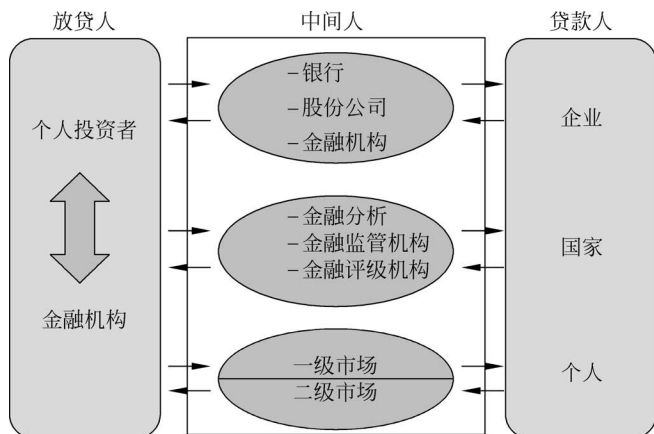


图 1-1 资本市场原理示意图

证券市场是股票、债券、投资基金等有偿证券发行和交易的场所,是资本市场的主要部分和典型形态。

资本市场的资金供应者为各金融机构,如商业银行、储蓄银行、人寿保险公司、投资公司、信托公司等。资金的需求者主要为国际金融机构、各国政府机构、工商企业、房地产运营商以及向耐用消费零售商买进分期付款合同的销售金融公司等。其交易对象主要是中长期信用工具,如股票、债券等。

资本市场上资本出让的合同期一般在一年以上,这是资本市场与短期的货币市场和衍生市场的区别。

资本市场可以分一级市场和二级市场:在一级市场上,新吸收资本的证券得以发行,并获得投资者的资金;在二级市场上,已经发行的证券不断地被易手、交易。

假如一个市场符合证券交易所的要求,则这个市场是一个有组织的资本市场。一

般来说通过时间和地点的集中,有组织的市场可以提高市场流通性、降低交易成本,以此提高资本市场的效应。

与货币市场相比,资本市场的特点主要有以下几个。

(1) 融资期限长。至少在1年以上,也可以长达几十年,甚至无到期日。例如:中长期债券的期限都在一年以上;股票没有到期日,属于永久性证券;封闭式基金存续期限一般在15~30年。

(2) 流动性相对较差。在资本市场上筹集到的资金多用于解决中长期融资需求,故流动性和变现性相对较弱。

(3) 风险大而收益较高。由于融资期限较长,发生重大变故的可能性也大,市场价格容易波动,投资者需承受较大风险。同时,作为对风险的报酬,其收益也较高。

(4) 资金借贷量大。

(5) 价格变动幅度大。

我国具有典型代表意义的资本市场包括以下几个方面。

#### 1. 国债市场

国债是一种财政收入形式,国债券是一种有价证券。这里所说的国债市场是指期限在1年以上、以国家信用为保证的国库券、国家重点建设债券、财政债券、基本建设债券、保值公债、特种国债的发行与交易市场。中央银行通过在二级市场上买卖国债(直接买卖、国债回购、逆回购交易)来进行公开市场操作,借此收放基础货币,调节货币供应量和利率,实现财政政策和货币政策的有机结合。证券市场是有价证券交易的场所,政府通过证券市场发行和偿还国债,意味着国债进入了交易过程。毫无疑问,国债市场是证券市场的组成部分。

自1981年我国恢复发行国债以来,一直在不断摸索和改革国债的发行方式。1991年,我国首次进行了以承购包销方式发行国债的试验,并获得成功。这标志着我国国债一级市场机制开始形成。1993年,在承购包销方式的基础上,我国推出了国债一级自营商制度,19家信誉良好、资金实力雄厚的金融机构获准成为首批国债一级自营商。1994年,我国进行国债无纸化发行的尝试,借助上海证券交易所的交易与结算网络系统,通过国债一级自营商承购包销的方式成功地发行了半年期和一年期的国债。1995年,在无纸化发行取得成功的基础上,引进招标发行方式,以记账形式,由国债一级自营商采取基数包销、余额招标的方式成功地发行了一年期国债。1996年,我国国债市场的发展迈上了一个新的台阶,国债市场的发展以全面走向市场化为基本特色,“发行市场化、品种多样化、券面无纸化、交易电脑化”的目标基本得到实现。同时,国债的二级市场也得到了长足的发展。形成点面结合的格局,以证券交易所为点,以大量的柜台交易和场外电话交易为面。国债现货市场和回购市场的交易价格也日益活跃,成为反映货币市场资金供求状况的重要标尺。

国债市场一般具有以下两个方面的功能。

(1) 实现国债的发行和偿还。国家可以采取固定收益出售方式和公募拍卖方式在

国债市场的交易中完成发行和偿还国债的任务。

(2) 调节社会资金的运行。在国债市场中,国债承销机构和国债认购者以及国债持有者与证券经纪人从事的直接交易,国债持有者和国债认购者从事的间接交易,都是社会资金的再分配过程,最终使资金需要者和国债需要者得到满足,使社会资金的配置趋向合理。若政府直接参与国债交易活动,以一定的价格售出或收回国债,就可以发挥诱导资金流向和活跃证券交易市场的作用。

## 2. 股票市场

股票市场包括股票的发行市场(一级市场)和股票交易市场(二级市场)。股票市场的前身起源于1602年荷兰人在阿姆斯特河大桥上进行荷属东印度公司股票的买卖,而正规的股票市场最早出现在美国。股票市场是投机者和投资者双双活跃的地方,是一个国家或地区经济和金融活动的寒暑表,股票市场的不良现象如无货沽空等,可以导致股灾等各种危害的产生。股票市场唯一不变的就是:时时刻刻都是变化的。中国有上交所和深交所两个交易市场。

发行市场又称一级市场或初级市场。股票发行是发行公司自己或通过证券承销商(信托投资公司或证券公司)向投资者推销新发行股票的活动。股票发行大多无固定的场所,而在证券商品柜台上或通过交易网络进行。发行市场的交易规模反映一国资本形成的规模。股票发行的目的一是为新设立的公司筹措资金,二是为已有的公司扩充资本。发行方式有两种:①由新建企业自己发行,或要求投资公司、信托公司以及其他承销商给予适当协助;②由证券承销商承包发售。两种方式各有利弊,前者发行费用较低,但筹资时间较长。后者筹资时间较短,但费用较高,需要付给投资公司、信托公司或承销商一定的手续费。

交易市场又称二级市场或流通市场,包括:①证券交易所市场,是专门经营股票、债券交易的有组织的市场,根据规定只有交易所的会员、经纪人、证券商才有资格进入交易大厅从事交易。进入交易的股票必须是在证券交易所登记并获准上市的股票。②场外交易市场,又称证券商柜台市场或店头市场。主要交易对象是未在交易所上市的股票。店头市场股票行市价格由交易双方协商决定。店头市场都有固定的场所,一般只做即期交易,不做期货交易。

### 1) 股票市场的功能

通过股票的发行,大量的资金流入股市,又流入了发行股票的企业,促进了资本的集中,提高了企业资本的有机构成,大大加快了商品经济的发展。另外,通过股票的流通,使小额的资金汇集起来,又加快了资本的集中与积累。所以股市一方面为股票的流通转让提供了基本的场所;另一方面也可以刺激人们购买股票的欲望,为一级股票市场的发行提供保证。由于股市的交易价格能比较客观地反映出股票市场的供求关系,股市也能为一级市场股票的发行提供价格及数量等方面的参考依据。股票市场的职能反映了股票市场的性质。在市场经济社会中,股票有以下四个方面的职能。

(1) 积聚资本。上市公司通过股票市场发行股票来为公司筹集资本。上市公司将

股票委托给证券承销商,证券承销商再在股票市场上发行给投资者。而随着股票的发行,资本就从投资者手中流入上市公司。

(2) 转让资本。股市为股票的流通转让提供了场所,使股票的发行得以延续。如果没有股市,很难想象股票将如何流通,这是由股票的基本性质决定的。当一个投资者选择银行储蓄或购买债券时,他不必为这笔钱的流动性担心。因为无论怎么说,只要到了约定的期限,他都可以按照约定的利率收回利息并取回本金,特别是银行存款,即使提前去支取,除本金外也能得到少量利息。总之,将投资撤回、变为现金不存在任何问题。但股票就不同了,一旦购买就成了企业的股东,此后,你既不能要求发行股票的企业退股,也不能要求发行企业赎回。如果没有股票的流通与转让场所,购买股票的投资就变成了一笔死钱,即使持股人急需现金,股票也无法兑现。这样的话,人们对购买股票就会有后顾之忧,股票的发行就会出现困难。有了股票市场,股民就可以随时将持有的股票在股市上转让,按比较公平与合理的价格将股票兑现,使死钱变为活钱。

(3) 转化资本。股市使非资本的货币资金转化为生产资本,它在股票买卖者之间架起了一座桥梁,为非资本的货币向资本的转化提供了必要的条件。股市的这一职能对资本的追加、促进企业的经济发展有着极为重要的意义。

(4) 股票价格。股票本身并无价值,虽然股票也像商品那样在市场上流通,但其价格的多少与其所代表的资本价值无关。股票的价格只有在进入股票市场后才能表现出来,股票在市场上流通的价格与其票面金额不同,票面金额只是股票持有人参与红利分配的依据,不等于其本身所代表的真实资本价值,也不是股票价格的基础。在股票市场上,股票价格有可能高于其票面金额,也有可能低于其票面金额。股票在股票市场上的流通价格是由股票的预期收益、市场利息率以及供求关系等多种因素决定的。但即使这样,如果没有股票市场,无论预期收益如何,市场利率有多大的变化,也都不会对股票价格造成影响。所以说,股票市场具有赋予股票价格的职能。

## 2) 股市周期

股市周期是指股票市场长期升势与长期跌势更替出现、不断循环反复的过程,通俗地说,股票上涨下跌的一个循环,即熊市与牛市不断更替的现象。

一个股市周期大致经历以下四个阶段:牛市阶段—高位盘整市阶段—熊市阶段—低位牛皮市阶段。

股市周期性运动具有以下几个方面的重要特征。

(1) 股市周期性运动是指股市长期基本大势的趋势更替,不是指短期内股价指数的涨跌变化。股市每日有涨有跌,构成了股市周期性运动的基础,但不能代表股市周期。

(2) 股市周期性运动是指股市整体趋于一致的运动,而不是指个别股票、个别板块的逆势运动。

(3) 股市周期性运动是指基本大势的反转或逆转,而不是指股价指数短期的或局部的反弹或回调。

(4) 股市周期性运动是指股市在运动中性质的变化,即由牛市转为熊市或由熊市转为牛市,而不是指股价指数单纯的数量变化。牛市和熊市的性质是不同的,但牛市中也可能出现股价指数下跌的现象,而熊市中也可能存在股价指数上涨的局面,关键要看这种数量的变化能否积累到使基本大势发生质的转变。

### 3. 企业债券市场

企业债券市场是指专为企业债券这种金融工具确定价格和进行交易的场所或机制,是债券市场的有机组成部分。如果从更大的债券类别的角度来划分,整个债券市场可分为政府债券市场和企业债券市场这两大基本类型。

### 4. 中长期放款市场

中长期放款市场的资金供应者主要是不动产银行、动产银行;其资金投向主要是工商企业固定资产更新、扩建和新建;资金借贷一般都需要以固定资产、土地、建筑物等作为担保品。

## (三) 资本市场构成

### 1. 信贷市场

信贷市场是信贷工具的交易市场。对于属于货币市场范畴的信贷市场交易工具的期限是在一年以内,不属于货币市场范畴的信贷市场的交易工具的期限是在一年以外。信贷市场是商品经济发展的产物。在商品经济条件下,随着商品流通的发展,生产日益扩大和社会化,社会资本的迅速转移,多种融资形式和信用工具的运用和流通,导致信贷市场的形成,而商品经济持续、稳定协调发展,又离不开完备的信贷市场体系的支持。

信贷市场的主要功能是调剂暂时性或长期的资金余缺,促进国民经济的发展;另外信贷市场也是中央银行进行信贷总量宏观调控,贯彻货币政策意图的主要场所。

#### (1) 信贷市场的基础功能是调剂暂时性或长期的资金余缺。

在经济生活中,资金盈余单位有多余的资金,而它们又并不想在当前安排进一步的开支;而赤字单位想做更多的开支,但又缺少资金,计划不能实现。信贷活动的实质就是储蓄资金从盈余单位向赤字单位有偿的转移。以银行为代表的金融体系的介入形成了信贷市场机制,极大地推动了这个转移过程,对经济体系的顺利运转具有重要意义。

#### (2) 信贷市场的发展推动了一国国民经济的发展。

信贷市场促进了资本的再分配和利润的平均化。国民经济的迅速发展,靠的是各部门的协调发展,而这主要是通过资本自发转移来实现的。资本总是从利润低的行业向利润高的行业流动,以保证企业获得最大的利润,然而资本并不能够完全自由流动,信贷市场的出现使这些限制不复存在,从而使一国国民经济能够较为迅速地发展。

(3) 信贷市场也是中央银行进行信贷总量宏观调控,贯彻货币政策意图的主要场所。

中央银行对货币和信用的宏观调控政策主要有两大类,第一类货币政策是收缩或放松两个方向调整信贷市场上银行体系的准备金和货币乘数来影响货币信贷的总量。第二类是用各种方式干预信贷市场的资金配置,从而引起货币信贷结构变化。不难看

出,这两大类政策都主要发生于信贷市场,离不开信贷市场的支持。

信贷市场上的市场主体可以划分为信贷资金的供给者和信贷资金的需求者两大类,信贷市场的主要功能就是在上述双方间融通资金。信贷资金的供给者有以下几个。

(1) 商业银行。信贷资金市场的资金供给者主要是商业银行,资金融通业务是商业银行的最主要业务。商业银行是信贷市场上最活跃的成分,所占的交易量最大,采用的信贷工具最多,对资金供求与利率的波动影响也最大。目前在我国信贷市场上,国有商业银行占据了市场绝大部分的市场份额,不过随着中国金融体制的改革,股份制商业银行和地方城市商业银行的市场份额表现出逐步扩大的趋势。另外,在我国农村信贷市场上,农村信用社是最主要的资金供给者。

(2) 非银行金融机构。其他金融机构,如银行以外的城市信用社、金融公司、财务公司、保险公司和信托公司等,也是信贷市场的重要资金供给者。在混业经营的金融市场上,这些非银行金融机构也积极地在信贷市场上拓展信贷业务,实现业务和收入的多元化。在我国目前的分业经营的格局下,非银行金融机构还不能直接进入信贷市场,但是也存在非银行金融机构通过其他渠道间接进入信贷市场的情况。

(3) 企业。企业由于销售收入的集中性会形成企业资金的暂时闲置,它们通过与合适的贷款对象以私下约定的形式向信贷市场注入资金。在我国私募融资市场上,具有闲置资金的企业在解决中小企业非主流渠道融资方面发挥着日益重要的作用。

信贷市场上的资金需求者主要是企业、个人和金融机构。

(1) 企业。企业在生产经营活动中会经常出现临时性和季节性的资金需求,同时由于企业自身的发展,企业也经常产生各种长期的资金需求,于是就在信贷市场上通过借款的形式来筹集所需的资金。对于我国的企业来说,信贷市场是它们融资的最主要渠道,但是广大中小企业在这个市场上的融资难度还比较大。

(2) 个人。个人由于大额消费和不动产投资也经常产生短期和长期的信贷需求,他们也经常到信贷市场中通过借款的形式筹集所需的资金。我国信贷市场上个人业务最主要的一块是住房信贷业务,随着中国国民收入的提高,汽车信贷和信用卡信贷业务也正快速地发展起来。

(3) 金融机构。金融机构和工商企业一样,各类金融机构在经营活动中也经常会产生短期和长期的融资需求,如我国的证券公司、信托公司一度曾经是信贷市场的重要资金需求者。

中央银行和金融监管机构也是信贷市场的重要参与者。

(1) 中央银行。中央银行通常要根据国民经济发展的需要,在信贷市场上通过准备金率、贴现率、再贷款等货币政策工具来调控信贷市场的规模与结构。目前,我国的信贷市场由中国人民银行发挥中央银行的宏观调控职能。

(2) 金融监管机构。金融监管部门作为保证金融机构合规运作业务的主管机构,对银行等金融机构的信贷业务的合法合规性进行着监控,防范化解金融业务风险。我国信贷市场上国家金融监督管理总局发挥着金融监管职能。

贷款是信贷市场上最主要的市场工具,贷款业务至今为止也是商业银行最为重要的资产业务,贷款的利息收入通常要占到商业银行总收入的一半以上。根据不同的标准,贷款可以分为以下不同种类。

① 按贷款抵押与否分类。按照贷款抵押与否,可以划分为抵押贷款和信用贷款。

② 按照贷款的定价分类。按照贷款的定价,可以分为固定利率贷款和浮动利率贷款。

③ 按照贷款对象分类。按照贷款对象,可以分为工商贷款、农业贷款、消费者贷款、同业贷款等。

④ 按贷款金额分类。根据贷款金额,贷款可以分为批发贷款、零售贷款和其他贷款。批发贷款包括工商业贷款、对金融机构的贷款、一部分不动产贷款、农业生产用途贷款。

批发贷款可以是抵押贷款或无抵押贷款,贷款期限可以是短期、中期和长期。其中,工商业贷款是批发贷款业务的主要部分,比其他批发贷款种类变化较多,包括季节性的短期库存商品贷款,对机器、建造物等基本建设部分的长期贷款等。

零售贷款包括个人贷款以及某些种类的不动产贷款。个人贷款的使用包括购买汽车、信用卡消费、循环周转限额贷款、购买住房的分期付款,以及其他零售消费商品。消费者不动产贷款主要用于占有不动产及其追加设施等。

其他贷款是指在实现之前不反映在资产负债表上的表外项目,其包括贷款承诺、信贷限额、备用信用证、商业信用证等。

## 2. 证券市场

证券是多种经济权益凭证的统称,因此,广义上的证券市场指的是所有证券发行和交易的场所,狭义上,也是最活跃的。证券市场指的是资本证券市场、货币证券市场和商品证券市场,是股票、债券、商品期货、股票期货、期权、利率期货等证券产品发行和交易的场所。

证券市场是市场经济发展到一定阶段的产物,是为解决资本供求矛盾和流动性而产生的市场。证券市场以证券发行和交易的方式实现了筹资与投资的对接,有效地化解了资本的供求矛盾和资本结构调整的难题。在发达的市场经济中,证券市场是完整的市场体系重要组成部分,它不仅反映和调节货币资金的运动,而且对整个经济的运行具有重要影响。

证券市场的构成要素主要包括证券市场参与者、证券市场交易工具和证券交易场所三个方面。

### 1) 证券市场参与者

(1) 证券发行人。证券发行人是指为筹措资金而发行债券、股票等证券的政府及其机构、金融机构、公司和企业。证券发行人是证券发行的主体,证券发行是把证券向投资者销售的行为。证券发行可以由发行人直接办理,这种证券发行称为自办发行或直接发行。自办发行是比较特殊的发行行为,也比较少见。20 世纪末以来,由于网络



技术在发行中的应用,自办发行开始增多。证券发行一般由证券发行人委托证券公司进行,又称承销,或间接发行。按照发行风险的承担、所筹资金的划拨及手续费高低等因素划分,承销方式有包销和代销两种,包销又可分为全额包销和余额包销。

(2) 证券投资者。证券投资者是证券市场的资金供给者,也是金融工具的购买者。证券投资者类型甚多,投资的目的也各不相同。证券投资者可分为机构投资者和个人投资者两大类。

① 机构投资者。机构投资者是指相对于中小投资者而言拥有资金、信息、人力等优势,能影响某个证券价格波动的投资者,包括企业、商业银行、非银行金融机构(如养老基金、保险基金、证券投资基金)等。虽然各类机构投资者的资金来源、投资目的、投资方向各不相同,但一般都具有投资的资金量大、收集和分析信息的能力强、注重投资的安全性、可通过有效的资产组合以分散投资风险、对市场影响大等特点。

② 个人投资者。个人投资者是指从事证券投资的自然人,他们是证券市场最广泛的投资者。个人投资者的主要投资目的是追求盈利,谋求资本的保值和增值,所以十分重视本金的安全和资金的流动性。

(3) 证券市场中介机构。证券市场中介机构是指为证券的发行与交易提供服务的各类机构,包括证券公司和其他类型的证券服务机构,通常把两者合称为证券中介机构。证券中介机构是连接证券投资者与筹资人的桥梁,证券市场功能的发挥,在很大程度上取决于证券中介机构的的活动。通过它们的经营服务活动,建立了证券需求者与证券供应者之间的联系,不仅保证了各种证券的发行和交易,还能起到维持证券市场秩序的作用。

① 证券公司。证券公司是指依法设立可经营证券业务的、具有法人资格的金融机构。证券公司的主要业务有承销、经纪、自营、投资咨询、购并、受托资产管理、基金管理等。证券公司一般分为综合类证券公司和经纪类证券公司。

② 证券服务机构。证券服务机构是指依法设立的从事证券服务业务的法人机构,主要包括财务顾问机构、证券投资咨询公司、会计师事务所、资产评估机构、律师事务所、证券信用评级机构等。

(4) 自律性组织。自律性组织包括证券交易所和证券业协会。

① 证券交易所。根据《中华人民共和国证券法》的规定,证券交易所是提供证券集中竞价交易场所的不以营利为目的的法人。其主要职责有:提供交易场所与设施;制定交易规则;监管在该交易所上市的证券以及会员交易行为的合规性、合法性,确保市场的公开、公平和公正。

② 证券业协会。证券业协会是证券行业的自律性组织,是社会团体法人。证券业协会的权力机构为由全体会员组成的会员大会。根据《中华人民共和国证券法》规定,证券公司应当加入证券业协会。证券业协会应当履行协助证券监督管理机构组织会员执行有关法律,维护会员的合法权益,为会员提供信息服务,制定规则,组织培训和开展业务交流,调解纠纷,就证券业的发展开展研究,监督检查会员行为,以及证券监督管理

机构赋予的其他职责。

(5) 证券登记结算机构。证券登记结算机构是为证券交易提供集中登记、存管与结算业务,不以营利为目的的法人。按照《证券登记结算管理办法》,证券登记结算机构实行行业自律管理。我国的证券登记结算机构为中国证券登记结算有限责任公司。

(6) 证券监管机构。在中国,证券监管机构是指中国证券监督管理委员会及其派出机构。它是国务院直属的证券管理监督机构,依法对证券市场进行集中统一监管。它的主要职责是:负责行业性法规的起草,负责监督有关法律法规的执行,负责保护投资者的合法权益,对全国的证券发行、证券交易、中介机构的行为等依法实施全面监管,维持公平而有秩序的证券市场。

## 2) 证券市场交易工具

证券市场活动必须借助一定的工具或手段来实现,这就是证券交易工具,也即证券交易对象。证券市场交易工具主要包括:政府债券(包括中央政府债券和地方政府债券)、金融债券、公司(企业)债券、股票、基金及金融衍生证券等。

## 3) 证券交易场所

证券交易场所包括场内交易市场和场外交易市场两种形式。场内交易市场是指在证券交易所内进行的证券买卖活动,这是证券交易场所的规范组织形式;场外交易市场是在证券交易所之外进行的证券买卖活动,它包括柜台交易市场(又称店头交易市场)、第三市场、第四市场等形式。

证券市场具有以下三个显著特征。

(1) 证券市场是价值直接交换的场所。有价证券是价值的直接代表,其本质上只是价值的一种直接表现形式。虽然证券交易的对象是各种各样的有价证券,但由于它们是价值的直接表现形式,所以证券市场本质上是价值的直接交换场所。

(2) 证券市场是财产权利直接交换的场所。证券市场上的交易对象是作为经济权益凭证的股票、债券、投资基金份额等有价证券,它们本身仅是一定量财产权利的代表,所以,代表着对一定数额财产的所有权或债权以及相关的收益权。证券市场实际上是财产权利的直接交换场所。

(3) 证券市场是风险直接交换的场所。有价证券既是一定收益权利的代表,同时也是—定风险的代表。有价证券的交换在转让出一定收益权的同时,也把该有价证券所特有的风险转让出去。所以,从风险的角度分析,证券市场也是风险的直接交换场所。

## (四) 资本市场功能

### 1. 筹资投资功能

资本市场的筹资投资功能是指资本市场一方面为资金需求者提供了通过发行证券筹集资金的机会,另一方面为资金供给者提供了投资对象。在资本市场上交易的任何证券,既是筹资的工具,也是投资的工具。在经济运行过程中,既有资金盈余者,又有资金短缺者。资金盈余者为使自己的资金价值增值,必须寻找投资对象;而资金短缺者

为了发展自己的业务,就要向社会寻找资金。为了筹集资金,资金短缺者可以通过发行各种证券来达到筹资的目的,资金盈余者则可以通过买入证券而实现投资。筹资和投资是资本市场基本功能不可分割的两个方面,忽视其中任何一个方面都会导致市场的严重缺陷。

### 2. 优化资源配置

在资本市场中企业产权的商品化、货币化、证券化,在很大程度上削弱了生产要素部门间转移的障碍。实物资产的凝固和封闭状态被打破,资产具有了最大的流动性。一些效益好、有发展前途的企业可根据社会需要,通过控股、参股方式实行兼并和重组,发展成为资产一体化的企业集团,或者开辟新的经营领域。同时,在资本市场上,通过发行债券和股票广泛吸收社会资金,其资金来源不受个别资本数额的限制。这就打破了个别资本有限且难以进入一些产业部门的障碍,有条件的也有可能筹措到进入某一产业部门最低限度的资金数额,从而有助于生产要素在部门间的转移和重组,以实现资源的有效配置。

### 3. 促进资本流动

资本市场通过一定的金融工具在资金的需求者与闲置资金供给者之间建立联系,促进了资本在市场上的流动,同时也提高了资本的使用效率。

### 4. 风险定价

证券是资本的表现形式,所以证券的价格实际上是证券所代表的资本的价格。证券的价格是证券市场上证券供求双方共同作用的结果。证券市场的运行形成了证券需求者和证券供给者的竞争关系,这种竞争的结果是:如能产生高投资回报的资本,则市场的需求就大,相应地,证券价格就高;反之,证券的价格就低。因此,证券市场提供了资本的合理定价机制。

### 5. 促进企业改革

在当今中国,我们可以借助现代资本市场具有的规范企业制度和约束企业行为的功能,迫使已经改制上市的企业完善现代企业制度,改善公司治理结构,通过“倒逼机制”推进企业建立现代企业制度,就自然成为企业改革的一个思路 and 选择。企业通过改制上市建立了股东会、董事会、监事会、经理层的框架结构,治理结构逐步完善,信息披露得到改进,内外制衡得到提升。总体上,近年来中国上市公司治理水平正在逐步提升。

## 第二节 资本定价与资本经营的技术基础

### 一、资本定价

资本经营中的一个核心环节就是给资本定价。如上所述,对于已经标准化的资本或资产,如证券,可以通过在资本市场或证券市场上进行交易给出资本或资产的价格以

及定价模式。但对于大量的非标准资本或资产,现有建立在经济学研究基础上的资产评估技术可以给出比较科学化的判断方法和依据。

### (一) 重置成本法

基于交易假设的重置成本法是:在现时条件下,被评估资产全新状态的重置成本减去该项资产的实体性贬值、功能性贬值和经济性贬值,估算资产价值的方法。用重置成本法进行资产评估时,应当根据该项资产在全新情况下的重置成本,减去按重置成本计算的已使用年限的累积折旧额,考虑功能变化、成新率(被评估资产的新旧程度,如八成新、六成新)等因素,评定重估价值;或者根据资产的使用期限,考虑资产功能变化等因素重新确定成新率,评定重估价值。

重置成本法是从成本的角度来衡量资产的价值,它首先估算与评估对象完全相同或功能相同的全新资产的成本。如果被评估对象是一台全新的设备或一个全新的工厂,则被评估对象的价值为它的重置成本。根据替代性原则,在进行资产交易时,购买者所愿意支付的价格不会超过按市场标准重新购置或构建该项资产所付出的成本。如果被评估资产已经使用过,则应该从重置成本中扣减在使用进程中的自然磨损、技术进步或外部经济环境导致的各种贬值。因此,重置成本法是通过估算被评估资产的重置成本和资产实体性贬值、功能性贬值、经济性贬值,将重置成本扣减各种贬值作为资产评估价值的一种方法。

重置成本法中的具体评估方法有重置核算法、价格指数法、功能价值法、规模经济效益指数法、统计分析法。

### (二) 清算价格法

基于清算假设的清算价格法适用于依照《中华人民共和国企业破产法》的规定,经人民法院宣告破产的公司,在股份制改组中一般不使用这一办法。采用清算价格法评估资产,应当根据公司清算时其资产可变现的价值,评定重估价值。一般在企业清算时,资产分拆拍卖时的估价以及作为旧货时的估价,通常是市场同类产品价格的20%~50%。

### (三) 收益现值法

基于持续使用假设的收益现值法是将评估对象剩余寿命期间每年(或每月)的预期收益,用适当的折现率折现,累加得出评估基准日的现值,以此估算资产价值的方法。收益现值法通常用于有收益企业的整体评估及无形资产评估等。

基本程序如下:

(1) 收集并验证与评估对象未来预期收益有关的数据资料,包括经营前景、财务状况、市场形势以及经营风险等。

(2) 分析测算被评估对象未来预期收益。

(3) 确定折现率或本金化率。

(4) 用折现率或本金化率将评估对象未来预期收益折算成现值。

(5) 分析确定评估结果。

计算公式：

假设  $R_1, R_2, \dots, R_n$  是未来  $n$  年的收益， $r$  是折现率。

$$P = \frac{R_1}{1+r} + \frac{R_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+r)^n}$$

上述公式是

$$P = \int_x^{+\infty} R(t) e^{-rt} dt$$

的简化形式。

收益法的优点在于它是一种着眼于未来的评估方法，它主要考虑资产的未来收益和货币的时间价值，所以它能够较真实、较准确地反映企业本金化的价格，在做投资决策时，应用收益现值法得出的资产价值较容易被买卖双方所接受。其局限性是：预期收益额的预测难度较大，折现率的确定受较强的主观判断和未来收益不可预见因素的影响，所以被评估对象通常需要的是经营性资产，而且具有持续获利的能力；所以，被评估资产通常是能够而且必须用货币衡量其未来收益的资产。例如，企业整体资产、房地产、自然资源以及无形资产。

#### （四）市场比较法

基于公开市场假设的市场比较法是根据公开市场上与被评估对象相似的或可比的参照物的价格来确定被评估对象的价格。如果参照物与被评估对象是不完全相同的，则需要根据评估对象与参照物之间的差异对价值的影响做出调整。影响市场价值的主要是比较因素。比较因素是一个指标体系，它要能够全面反映影响价值的因素。不全面的或仅使用个别指标所做出的价值评估是不准确的。一般来说，比较因素可分为四大类，即个别因素、交易因素、地域因素和时间因素。

基本程序如下：

- （1）选择参照物。
- （2）在评估对象与参照物之间选择比较因素。
- （3）指标对比、量化差异。
- （4）在各参照物成交价格的基础上调整已经量化的对比指标差异。
- （5）综合分析确定评估结果。

市场法中的具体评估方法有以下几种：

- （1）直接比较法。
- （2）市场售价类比法。
- （3）功能价值法。
- （4）价格指数法。
- （5）成新率价格法。
- （6）市价折扣法。
- （7）成本市价法。

## (8) 市盈率乘法法。

市场比较法要求有一个有效、公平的市场。有效是指市场所提供的信息是真实可靠的,评估参照物在市场上的交易是活跃的。而公平是指市场应该具备公平交易的所有条件,买卖双方的每一步决策都是在谨慎和充分掌握信息的基础上做出的,并且假定这价格不受不适当刺激的影响。

资产评估作为一个独立的专业化中介服务行业得到了长足发展,在规范资本运作、维护经济秩序、促进经济发展等方面发挥着越来越重要的作用,已经成为市场经济发展不可或缺的重要力量。资产评估行业受政策影响较大,随着经济改制工作接近尾声,评估企业之间的竞争日益激烈,不过新的形势也为评估行业的发展提供了巨大商机。

重置成本法、收益现值法和市场比较法的对比如表 1-1 所示。

表 1-1 重置成本法、收益现值法和市场比较法的对比

项 目	市场比较法	收益现值法	重置成本法
含义	利用市场上同样或类似资产的近期交易价格,经过直接比较或类比分析	通过估测资产未来预期收益的现值	首先估测资产的重置成本,再估测贬值因素
原理 (科学性)	根据替代原则,任何一个正常的投资者在购置某项资产时所愿支付的价格不会高于市场上具有相同用途的替代品的现行市价	任何理性投资者所愿支付价格不会好于所购资产在未来带来的回报即收益额	任何潜在投资者所愿支付价格不会超过该项资产的现行构建成本
基本前提	1. 有活跃的公开市场; 2. 公开市场上有可比的资产及其交易活动	1. 未来收益及风险可预测并可货币衡量; 2. 获利年限可预测	1. (假定)处于继续使用状态; 2. 历史资料; 3. 形成价值的耗费是必需的
具体方法	1. 直接比较法; 2. 类比调整法 (市场售价类比法、功能价值法、价格指数法、成新率价格法、市价折扣法、成本市价法、市盈率乘法法)	参考年金现值的计算方法,是关于 $A$ 、 $n$ 、 $r$ 的函数关系,根据年金是否永续、收益等差/等比递增/减各自对应公式	1. 重置核算法、价格指数法、规模经济效益指数法、统计分析法; 2. 观测法、使用年限法等
优点	直观简洁,便于操作,适用性强,应用广泛	根据预期收益评估价值,容易被资产业务各方接受	比较充分地考虑了资产的损耗,评估结果更趋于公平合理
缺点	可比性要求高,对信息质量要求高,不适用于专用设备和无形资产,易受到地区、环境等严格限制	$A$ 、 $n$ 、 $r$ 不易估计	如科技进步较快的资产,采用价格指数法往往偏高
联系	评估方法是实现评估目的的手段,客观的评估值不会因为评估人员所选用的方法不同而出现截然不同的结果,而应该趋同,其相互验证提供理论根据		
区别	不同角度,要求具备各自相应的信息基础,评估结论也都从某一角度反映资产价值。由于评估的特定目的的不同、市场条件差别等,需要评估的资产价值类型也有区别,也造成了效率上和直接程度上的差别		

## 二、资本经营的技术基础

尽管上述方法都是客观、公正的,而且都具有一定的科学性,但在具体实施过程中,存在悖论现象。即针对同一项资产,从不同的角度,用不同的方法,得出的资产价值是不一样的。这就是为什么“价值”研究在经济学研究历史中占有很重要的地位。因为很困难,且没有一致的观点,所以,价值的“测不准”观点,就形成了资本经营的技术基础。

譬如若有若干间商铺,如果它处于正常经营状况时,商铺被出租,按月或按年可以获取租金,同时它也按照市场价转让,由于是带租转让,通常的转让价会比较高一点。所以处于正常经营状况下的商铺,其估价可以用收益现值法或市场法进行。

如果这些商铺因为某种原因,被司法冻结,大门被贴上封条,不得出租,那么这些商铺只能按照清算法估价,这也合理合法,但经验告诉我们,用清算法计算出来的商铺价值通常是用收益现值法或市场法计算出来价值的二分之一或三分之一。所以,在资本经营过程中,尽管都是用商铺作为资产注入上市公司,但用什么样形态的商铺计算资产价值,对上市公司股价来说,就有利好或利空之分。

## 第三节 资本经营的概念与内涵

### 一、资本经营的概念

资本经营,又称资本运作、资本运营,是指利用市场法则,通过资本本身的技巧性运作或资本的科学运动,实现价值增值、效益增长的一种经营方式。具体包括发行股票、发行债券(包括可转换公司债券)、配股、增发新股、转让股权、派送红股、转增股本、股权回购(减少注册资本),企业的合并、托管、收购、兼并、分立以及风险投资等。

资产重组,是指为了整合经营业务、优化资产结构、改善财务状况,对企业的资产进行剥离、置换、出售、转让,或对企业进行合并、托管、收购、兼并、分立的行为,以实现资本结构或债务结构的改善,为实现资本运营的根本目标奠定基础。

资产与资本是两个完全不同的概念,代表着完全不同的内涵。

资产,是企业用于从事生产经营活动以为投资者带来未来经济利益的经济资源,出现在资产负债表的左侧,归企业所有。企业的所谓法人财产权,就是指企业对其控制的资产拥有的所有权。

资本,是企业为购置从事生产经营活动所需的资产的资金来源,是投资者对企业的投入,出现在资产负债表的右侧,它为债务资本与权益资本,分别归债权人和公司所有者(股东)所有,企业对其资本不拥有所有权。

资金,从广义上讲,与“资产”的概念是一致的,但它有缩小范围的概念,如特指货币资金,或是特指营运资金。

公司的注册资本是公司在登记机关登记注册时的资本额,也叫法定资本。注册资

金是国家授予企业法人经营管理的财产或者企业法人自有财产数额的体现。注册资本与注册资金的概念在法理上有较大差异。注册资金所反映的是企业经营管理权;注册资本反映的则是公司法人财产权,所有股东投入的资本一律不得抽回,由公司行使财产权。注册资金是企业实有资产的总和,注册资本是出资人实缴出资额的总和。注册资金随实有资金的增减而增减,即当企业实有资金比注册资金增加或减少 20% 以上时,要进行变更登记。而注册资本非经法定程序,不得随意增减。

#### (一) 从历史发展来分析资本经营与生产经营

从历史上看,资本经营与生产经营是同时出现的。19 世纪末以前,企业组织形式一般采用个人业主制或合伙制,企业的所有者和经营者是合一的。当某人办一个企业,从筹资、投资建设企业到进行生产、销售商品,其经营管理是由同一人进行的。其目的并不是仅仅要生产和销售商品,而是要通过生产销售商品获得利润,使投入的资本不断地增值,可以认为,他既在进行资本经营,又在进行生产经营。其中,为创办企业而进行的投资和筹资活动,以及在资本运动过程中为加速资本周转和提高资本效益而进行的资本调整(例如,增加借款添置某项资产)等活动,都属于资本运营范畴;在企业建立后,为获得利润而进行材料采购、产品生产、改进技术、提高质量和产品推销等活动,则属于生产经营范畴。二者互为条件,进行生产经营活动离不开投资、筹资、加速资本周转和增加资本积累等资本经营活动,而资本经营也不可能脱离生产什么、生产多少和怎样生产以及原材料采购和产品销售等生产经营活动。虽然上述过程可以分为两个方面,但二者相互联系、相互渗透,在投资者和经营者合一的情况下,没有必要将这一过程分为资本经营和生产经营。

到 19 世纪末,股份公司和证券市场迅速发展,出现了所有权与经营权的分离,所有者原有的经营权利改由职业经理行使,这时,企业的资本经营也分离为所有者对资本的运作和经营者对资本的运作两个层次。企业所有者的资本运作主要包括以下两个方面:一是参与重大决策,决定公司经营计划和投资计划,决定增减资本和发行公司债券方案,对公司经营活动进行监督、审核以及参与股利分配等所有权运作;二是根据公司现实和预期收益大小进行追加投资或撤回投资等转让权运作。企业经营者应按资本经营的要求侧重于抓生产经营,具体组织执行公司的经营计划和投资计划,实施增减资本和发行公司债券方案,以及采取加速资本周转的措施等。总之,企业资本经营决策权要由股东会、董事会和经理人员根据公司章程所规定职责范围和程序来行使。

20 世纪初,由于证券市场进一步发展和产权市场形成,资本经营的内容和形式有了新的发展,许多企业通过法人购股、持股参与证券交易,通过企业兼并、收购等活动进行产权交易,迅速扩大了生产经营规模,进行了资本的重新配置,推动了生产经营迅速发展。

20 世纪 30 年代以后,西方国家的企业普遍将资本经营原则和方法运用于生产经营管理之中,使资本经营与生产经营在更高层次上结合起来。资本经营原则就是资本效益最大化原则,将这一原则运用到生产经营活动中去。用资本利润率(税后利润与所



有者权益的比率,反映资本增值情况)和资本回报率(股利与股本的比率,反映向股东支付股利情况)等指标来考核企业经营业绩。如果上述指标低于事先确定的水平或低于社会平均水平,就会产生以下后果:①所有者撤回或转移投资;②所有者减少对经营者的报酬,甚至撤换经营者;③公司面临被收购的危险。这必然促使经营者尽最大努力去搞好公司经营管理,最大限度地提高资本效率和效益。

## (二) 资本经营与生产经营的区别

(1) 经营对象不同。资本经营的对象是企业的资本及其运动,资本是可以带来增值的价值。投资者对企业投资,可以用货币、实物、技术、土地使用权等形式出资,企业对于投入的实物、技术、土地使用权等各种出资,都要评估作价以货币形式统一表现出来。资本经营侧重的是企业经营过程的价值方面,追求资本增值。而生产经营的对象则是产品及其生产销售过程,经营的基础是厂房、机器设备、产品设计、工艺、专利等。生产经营侧重的是企业经营过程的使用价值方面,追求产品数量、品种的增多和质量的提高。

(2) 经营领域不同。资本经营主要是在资本市场上运作,资本市场既包括证券市场,也包括非证券的长期信用资本的借贷,广义上还包括非证券的产权交易活动。例如,某企业生产经营效益很好,为了扩大生产经营规模,在企业的自有资本不够的情况下,它可以向银行借款或通过证券市场发行债券借款,然后把这笔借入资本通过产权市场兼并、收购某个企业,经过资产重组以后,申请进入证券市场发行股票并上市交易,筹集更多的自有资本,用于技术改造,进一步发展生产经营,并还清借款。经过资本经营,企业的资本增多了,生产经营规模扩大了,实现的利润大大增加了。而企业生产经营涉及的领域主要是产品的生产技术、原材料的采购和产品销售,主要是在生产资料市场、劳动力市场、技术市场和商品市场上运作。

(3) 经营方式不同。资本经营要运用吸收直接投资、发行股票、发行债券、银行借款和租赁等方式合理筹集资本,要运用直接投资、间接投资和产权投资等方式有效地运用资本,合理地配置资本,盘活存量资本,加速资本周转,提高资本效益。而生产经营主要是通过调查社会需求,以销定产,以产定购,技术开发,研制新产品,革新工艺、设备,创名牌产品,开辟销售渠道,建立销售网络等方式,达到增加产品品种、数量,提高产品质量,提高市场占有率和增加产品销售利润的目的。

## (三) 资本经营与生产经营的联系

由于资本经营和生产经营都属于企业经营的范畴,因而两者存在极为密切的联系。

(1) 目的一致。企业进行资本经营的目的是追求资本的保值增值,而企业进行生产经营,根据市场需要生产和销售商品,目的在于赚取利润,以实现资本增值。因此生产经营实际上是以生产、经营商品为手段,以资本增值为目的的经营活动。

(2) 相互依存。企业是一个运用资本进行生产经营的单位。任何企业的生产经营都是以资本作为前提条件,如果没有资本,生产经营就无法进行;如果不进行生产经营活动,资本增值的目的就无法实现。因此,资本经营要为发展生产经营服务,并以生产

经营为基础。

(3) 相互渗透。企业进行生产经营的过程,就是资本循环周转的过程,如果企业生产经营过程中供产销各环节脱节,资本循环周转就会中断,如果企业的设备闲置,材料和在产品存量过多,商品销售不畅,资本就会积压,必然使资本效率和效益下降。资本经营与生产经营密不可分,因此,应当把搞好资本经营与搞好生产经营密切结合起来。

近年来,资本经营概念很时髦。有些人认为资本经营是一种高级经营形式,企业要从生产经营转向资本经营,似乎不谈资本经营就跟不上形势,有些工商企业把资本经营理解为企业的一个独立业务领域,甚至盲目地进入金融业,热衷于证券、期货等金融交易,忽视了自己的主业,忽视了生产经营。我们认为,在市场经济条件下,企业家既要精通生产经营,又要掌握资本经营,并把两者密切地结合起来,生产经营是基础,资本经营要为发展生产经营服务。通过资本经营,搞好融资、并购和资产重组等活动。增加资本积累,实现资本集中,目的是要扩大生产经营规模,优化生产结构,提高技术水平,以便更快地发展生产经营。只有生产经营搞好了,生产迅速发展了,资本经营的目标才能实现。因此,如果以为抓了资本经营就可以不抓生产经营,或忽视生产经营,那就是大错而特错了。

## 二、资本经营的内涵

资本经营的含义有广义和狭义之分。

广义的资本经营是指以资本增值最大化为根本目的,以价值管理为特征,通过企业全部资本与生产要素的优化配置和产业结构的动态调整,对企业的全部资本进行有效经营的一种经营方式。其包括所有以资本增值最大化为目的的企业经营活动,自然包括产品经营或商品经营。

狭义的资本经营是指独立于商品经营而存在的,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,通过流动、收购、兼并、战略联盟、股份回购、企业分立、资产剥离、资产重组、破产重组、债转股、租赁经营、托管经营、参股、控股、交易、转让等各种途径优化配置,提高资本经营效率和效益,以实现最大限度增值目标的一种经营方式。

资本经营相对于生产经营来说,具有以下特点。

- (1) 资本经营是以资本导向为中心的企业运作机制。
- (2) 资本经营是以价值形态为主的管理。
- (3) 资本经营重视资本的支配和使用而非占有。
- (4) 资本经营是一种开放式经营,注重资本的流动性。
- (5) 资本经营通过资本组合回避经营风险。
- (6) 资本经营是一种结构优化式经营。

资本经营具有以下三大特征。

- (1) 资本经营的流动性。资本是能够带来价值增值的价值,资本的闲置就是资本

的损失,资本经营的生命在于运动,资本是有时间价值的,一定量的资本在不同时间具有不同价值,今天的一定量资本,比未来的同量资本具有更高的价值。

(2) 资本经营的增值性。实现资本增值,这是资本经营的本质要求,是资本的内在特征。资本的流动与重组的目的是实现资本增值的最大化。企业的资本运动,是资本参与企业再生产过程并不断变换其形式,参与产品价值形成运动,在这种运动中使劳动者的活劳动与生产资料物化劳动相结合,资本作为活劳动的吸收器,实现资本的增值。

(3) 资本经营的不确定性。资本经营活动,风险的不确定性与利益并存。任何投资活动都是某种风险的资本投入,不存在无风险的投资和收益。这就要求经营者要力争在进行资本经营决策时,必须同时考虑资本的增值和存在的风险,应该从企业的长远发展着想,企业经营者要尽量分散资本的经营风险,把资本分散出去,同时吸收其他资本参股,实现股权多元化,优化资本结构来增强资本的抗风险的能力,保证风险在一定的情况下收益最大。

资本经营除了上述三个主要特征外,还具有资本经营的价值性、市场性和相对性的特征。

## 第四节 资本经营的内容与分类

### 一、资本经营的内容

企业资本经营是指对企业资本及其运动的全过程进行运筹和经营,其内容可以分为以下几个方面。

#### (一) 资本募集

企业进行生产经营和资本经营的前提条件是要有足够数量的资本,因此,资本募集是资本运营的首要环节。所谓资本募集是指企业为了满足各项经营的需要,筹措和集中所需资本的过程。企业创建时,首先必须募集资本金;企业为了扩大生产经营想增添新设备,开发新产品,进行技术改造,兼并收购其他企业等,都要募集资本,用于追加投资;企业经营不善,造成资本积压,周转不灵或销售亏损,也须募集资本,以补充资本的不足。

企业在募资时,首先要正确进行募资决策。一方面要尽可能精确确定企业经营对资本的需要量,资本过少不利于经营的顺利进行,过多会造成资本的闲置、浪费;另一方面也要正确选择募资渠道、募资方式和募资时机,测算募资成本,衡量募资风险。募资的目标是在防范募资风险的前提下,从多种来源渠道,以尽可能低的资本成本,用较灵活简便的方式,及时、适量地获得企业经营所需的资本,并保持资本结构的合理性。

我国企业的募资渠道,主要有国家财政资金、银行信贷资金、非银行金融机构资金、其他企业单位资金、民间资金和企业自留资金等。企业一般是在国内募资,根据需求和可能也可以到境外募集外资。企业可以采用吸收直接投资、发行股票、发行债券、银行

借款、租赁、补偿贸易和企业内部积累等方式来募集所需要的资本。

## (二) 投资决策和资本投入

投资是指将所募集的资本投入使用,从事生产经营和资本经营活动,以达到经营目的并获得良好的经营效益。在资本筹集和投入使用之前,必须正确进行投资决策。投资决策是资本经营的一个关键性环节,投资决策是否正确,直接决定着资本经营的成败。投资决策应根据企业的发展战略,寻找投资机会,确定投资方式和投资项目,对投资项目进行可行性研究,测算投资费用、投资效益和投资风险。既要尽可能地提高投资效益,又要防范和降低投资风险。

投资方向主要是实业投资、金融商品投资和产权投资等。实业投资是指以实业(工业、农业、商业等)为对象的投资,通过建立和经营企业,从事生产、流通等经营活动;金融商品投资是指为了获得收入和资本增值而购买金融商品(货币商品,如证券、票据、外汇等)的投资活动;产权投资是指以产权为对象的投资活动,主要形式有兼并和收购企业、参股、控股、租赁等。

## (三) 资本运动与增值

企业将筹集的资本按投资决策投入使用,开始资本运动过程,资本在运动中实现增值。

### 1. 实业资本的运动与增值

以生产性企业为例,资本运动和增值过程表现为: $G \xrightarrow{w} P_m \cdots \bar{P} \cdots w' - G'$ 。整个过程包括三个阶段,即购买阶段( $G \xrightarrow{w}$ )、生产阶段( $w \cdots P \cdots w'$ )和销售阶段( $w' - G'$ )。 $G'$ 可以表示为( $G + \Delta G$ ), $G'$ 大于 $G$ 的数额即 $\Delta G$ ,就是资本增值额。

### 2. 金融资本的运动与增值

当企业投资于购买股票、债券、外汇等金融(货币)商品时,其资本运动和增值过程表现为: $G - G_0 - G'$ 。式中 $G_0$ 代表金融(货币)商品,如股票、债券、外汇等。这个过程包括两个阶段,即购买阶段( $G - G_0$ )和售卖阶段( $G_0 - G'$ )。 $G'$ 大于 $G$ 的数额即 $\Delta G$ ,就是资本增值额。

这一增值额是由货币商品所代表的价值发生变化和供求关系发生变化的结果。以股票为例,当发行股票的企业其个别利润高于社会平均利润时,买这种股票的投资者增多,股票价格就会上升,反之,则下降。可见股票价值增加,其基础乃是发行股票的企业生产经营所产生的增值价值。

### 3. 产权资本的运动与增值

产权资本经营的基本方式是产权交易。产权交易有企业产权整体交易(如企业兼并、企业出售等)、企业产权分割交易(如参股、控股等)和产权分期交易(如承包、租赁等)等多种形式,它们的资本运动和增值情况有些差别。以企业兼并为例,企业兼并的资本运动和增值过程包括以下两个部分:一是兼并的产权交易过程,兼并方按被兼并方产权价格支付现金或证券(债券、股票),获得被兼并方的产权;二是兼并一体化运营

过程,兼并方和被兼并方的资产组合为一个企业,由兼并后的企业统一经营。不仅企业的资本及其运动的规模扩大了,而且能发挥  $1+1>2$  的协同效应,使资本实现更多的增值。

上述三种资本经营方式相互联系、相互促进。虽然有些企业是专门从事金融资本经营或产权资本经营,但大多数企业都是以从事实业资本经营为基础。在市场经济条件下,一个生产性企业,这三种资本经营形式都是存在的。一方面,实业资本经营是企业进一步从事金融资本经营和产权资本经营的前提和基础,只有当实业资本经营达到一定程度,企业资本有了相当多的盈余,企业才有能力和条件从事金融资本经营和产权资本经营;另一方面,金融资本经营和产权资本经营都是为实业资本经营服务的。有时这三种资本经营形式是同时存在的,如收购某上市公司的股票,达到控股,从购买股票来看,属于金融商品投资;从对该上市公司控股来看,又属于产权投资;如果该上市公司是从事工、农、商等实业,则这一投资又是实业投资。企业应当根据自己的经营战略,根据不同时机,将资本经营的上述三种形式有机地结合起来。

#### (四) 资本经营增值分配

借入资本在经营中实现的增值,一部分以利息形式支付给贷款者,其余部分与企业自有资本经营实现的增值合并,作为企业投资者(所有者)的利润,按规定缴纳所得税。从税后利润中提取盈余公积金和公益金,然后向投资者分配利润。股份有限公司除了以现金支付股利以外,还可以用股票股利方式,即将应付普通股股利转作股本。企业还可以将盈余公积转增资本金,从而扩大资本经营的规模。

## 二、资本经营的分类

为了进一步认识资本经营的内容,我们将上述资本经营的内容从不同角度加以分类。

#### (一) 从资本运动过程来看

从资本运动过程来看,可以分为以下几类。

- (1) 募资决策和资本筹集。
- (2) 投资决策和资本投入。
- (3) 资本运动过程与增值。
- (4) 资本经营增值的分配。

#### (二) 从资本经营的内容和形式来看

从资本经营的内容和形式来看,可以分为以下几类。

- (1) 实业资本经营。
- (2) 金融资本经营。
- (3) 产权资本经营。

#### (三) 从资本运用的状态来看

从资本运用的状态来看,可以分为以下两类。

(1) 增量资本经营,指对新增投资所进行的运筹和经营活动,包括投资方向选择、投资决策、资本筹措和投资管理等。

(2) 存量资本经营,指对企业现有资产(以前投资形成的资产)所进行的运筹和经营活动。通过企业联合、兼并、收购、出售、资产剥离、企业分立、股份制、租赁、承包、破产等方式,促进存量资产合理流动、重组和优化配置,把存量资产盘活,充分发挥作用。

#### (四) 从资本经营的方式来看

从资本经营的方式来看,可以分为以下两类。

(1) 外部交易型资本经营。通过资本市场对资本进行买卖,实现资本增值,包括股票的发行与交易、企业产权交易(例如,企业并购)以及企业部分资产买卖等。

(2) 内部运用型资本经营。通过对资本使用价值的有效运用,实现资本增值,就是在生产经营过程中合理而有效地运用资本,不断地开发新产品,采用新技术,努力降低资本耗费,加速资本周转,提高资本效率和效益,增加资本积累。

### 三、资本经营的方式

#### (一) 扩张型资本经营方式

资本扩张是指在现有的资本结构下,通过内部积累、追加投资、吸纳外部资源即兼并、收购和战略联盟等方式,使企业实现资本规模的扩大。根据产权流动的不同轨道可以将资本扩张分为以下三种类型。

##### 1. 横向型资本扩张

横向型资本扩张是指交易双方属于同一产业或部门,产品相同或相似,为了实现规模经营而进行的产权交易。横向型资本扩张不仅减少了竞争者的数量,增强了企业的市场支配能力,而且改善了行业的结构,解决了市场有限性与行业整体生产能力不断扩大的矛盾。青岛啤酒集团的扩张就是横向型资本扩张的典型例子。青啤集团公司抓住国内啤酒行业竞争加剧,一批地方啤酒生产企业效益下滑,地方政府积极帮助企业寻找“大树”求生的有利时机,按照集团公司总体战略和规划布局,以开发潜在和区域市场为目标,实施了以兼并收购为主要方式的低成本扩张。青啤集团依靠自身的品牌资本优势,先后斥资 6.6 亿元,收购资产 12.3 亿元,兼并收购了省内外 14 家啤酒企业。不仅扩大了市场规模,提高了市场占有率,壮大了青啤的实力,而且带动了一批国企脱困。

##### 2. 纵向型资本扩张

处于生产经营不同阶段的企业或者不同行业部门之间,有直接投入产出关系的企业之间的交易称为纵向型资本扩张。纵向型资本扩张将关键性的投入产出关系纳入自身控制范围,通过对原料和销售渠道及对用户的控制来提高企业对市场的控制力。

格林柯尔集团是全球第三大无氟制冷剂供应商,处于制冷行业上游。收购下游的冰箱企业,既有利于发挥其制冷技术优势,同时也能直接面对更广大的消费群体。从 2002 年开始,格林柯尔先后收购了包括科龙、美菱等冰箱巨头在内的五家企业及生产线。通过这一系列的并购活动,格林柯尔已拥有 900 万台的冰箱产能,居世界第二、亚

洲第一,具备了打造国际制冷家电航母的基础。格林柯尔集团纵向产业链的构筑,大大提高了其自身的竞争能力和抗风险能力。

### 3. 混合型资本扩张

两个或两个以上相互之间没有直接投入产出关系和技术经济联系的企业之间进行的产权交易称为混合型资本扩张。混合型资本扩张适应了现代企业集团多元化经营战略的要求,跨越技术经济联系密切的部门之间的交易。它的优点在于分散风险,提高企业的经营环境适应能力。拥有 105 亿元资产的美的集团一直是我国白色家电业的巨头,2003 年的销售额达 175 亿元。在 20 年的发展历程中,美的从来没有偏离过家电这一主线。专业化的路线使美的的风扇做到了全国最大,使空调、压缩机、电饭锅等产品做到了全国前三名,巨大的规模造就了明显的规模优势。然而,随着家电行业竞争形势的日益严峻,进军其他行业、培养新的利润增长点成为美的集团的现实选择。与此同时,美的在资本、品牌、市场渠道、管理和人才优势等方面也积累到了具备多元化经营、资本化运作的的能力。审时度势之后,美的毅然做出了从相对单一的专业化经营转向相关多元化发展的战略决策。2003 年 8 月和 10 月美的先后收购了云南客车和湖南三湘客车,正式进入汽车业。此后不久,又收购了安徽天润集团,进军化工行业。之后,美的以家电制造为基础平台,以美的既有的资源优势为依托,以内部重组和外部并购为手段,通过对现有产业的调整和新产业的扩张,实现多产业经营发展的格局,使美的最终发展成为多产品、跨行业、拥有不同领域核心竞争能力和资源优势的大型国际性综合制造企业。

### (二) 收缩型资本经营方式

收缩型资本经营是指企业把自己拥有的一部分资产、子公司、内部某一部门或分支机构转移到公司之外,从而缩小公司的规模。它是对公司总规模或主营业务范围进行的重组,其根本目的是追求企业价值最大以及提高企业的运行效率。收缩型资本经营通常是放弃规模小且贡献小的业务,放弃与公司核心业务没有协同或很少协同的业务,宗旨是支持核心业务的发展。当一部分业务被收缩掉后,原来支持这部分业务的资源就相应转移到剩余的重点发展的业务,使母公司可以集中力量开发核心业务,有利于主流核心业务的发展。收缩型资本经营是扩张型资本经营的逆操作,其主要实现形式有以下几种。

#### 1. 资产剥离

资产剥离是指把企业所属的一部分不适合企业发展战略目标的资产出售给第三方,这些资产可以是固定资产、流动资产,也可以是整个子公司或分公司。资产剥离主要适用于以下几种情况:①不良资产的存在恶化了公司财务状况;②某些资产明显干扰了其他业务组合的运行;③行业竞争激烈,公司急需收缩产业战线。

如中国人寿在上市之前,就进行了大量的资产剥离。2003 年 8 月,原中国人寿保险公司一分为三:中国人寿保险(集团)公司、中国人寿保险股份有限公司和中国人寿资产管理公司。超过 6 000 万张的 1999 年以前的旧保单全部被拨归给母公司——中

国人寿保险(集团)公司,而2000万张左右1999年以后签订的保单,则以注资的形式被纳入新成立的股份公司。通过资产剥离,母公司——中国人寿保险(集团)公司承担了1700多亿元的利差损失,但这为中国人寿保险股份有限公司于2003年12月在美国和中国香港两地同时上市铺平了道路。

## 2. 公司分立

公司分立是指公司将其拥有的某一子公司的全部股份,按比例分配给母公司的股东,从而在法律和组织上将子公司的经营从母公司的经营中分离出去。通过这种资本经营方式,形成一个与母公司有着相同股东和股权结构的新公司。在分立过程中,不存在股权和控制权向第三方转移的情况,母公司的价值实际上没有改变,但子公司却有机会单独面对市场,有了自己的独立的价值判断。公司分立通常可分为标准式分立、换股式分立和解散式分立。

## 3. 分拆上市

分拆上市是指一个母公司通过将其在子公司中所拥有的股份,按比例分配给现有母公司的股东,从而在法律上和组织上将子公司的经营从母公司的经营中分离出去。分拆上市有广义和狭义之分,广义的分拆包括已上市公司或者未上市公司将部分业务从母公司独立出来单独上市;狭义的分拆指的是已上市公司将其部分业务或者某个子公司独立出来,另行公开招股上市。分拆上市后,原母公司的股东虽然在持股比例和绝对持股数量上没有任何变化,但是可以按照持股比例享有被投资企业的净利润分成,而且最为重要的是,子公司分拆上市成功后,母公司将获得超额的投资收益。

如2000年,联想集团实施了有史以来最大规模的战略调整,对其核心业务进行拆分,分别成立新的“联想集团”和“神州数码”。2001年6月1日,神州数码股票在中国香港上市。神州数码从联想中分拆出来具有一箭双雕的作用,分拆不但解决了事业部层次上的激励机制问题,而且由于神州数码独立上市,联想集团、神州数码的股权结构大大改变,公司层次上的激励机制也得到了进一步的解决。

## 4. 股份回购

股份回购是指股份有限公司通过一定途径购买本公司发行在外的股份,适时、合理地进行股本收缩的内部资产重组行为。通过股份回购,股份有限公司达到缩小股本规模或改变资本结构的目的。股份公司进行股份回购,一般基于以下原因:一是保持公司的控制权;二是提高股票市价,改善公司形象;三是提高股票内在价值;四是保证公司高级管理人员认股制度的实施;五是改善公司资本结构。股份回购与股份扩张一样,都是股份公司在发展的不同阶段和不同环境下采取的经营战略。因此,股份回购取决于股份公司对自身经营环境的判断。一般来说,一个处于成熟或衰退期的、已超过一定的经营规模要求的公司,可以选择股份回购的方式收缩经营战线或转移投资重点,开辟新的利润增长点。

如1999年,申能股份有限公司以协议回购方式向国有法人股股东申能(集团)有限公司回购并注销股份10亿股国有法人股,占总股本的37.98%,共计动用资金25.1亿



元。国有法人股股东控股比例由原来的 80.25% 下降到 68.16%，公司的法人治理结构和决策机制得到进一步完善。回购完成后，公司的业绩由 1998 年每股收益 0.306 元提高到 1999 年每股收益 0.508 元，而在 2000 年，每股收益达到了 0.933 元。这为申能股份的长远发展奠定了良好的基础，并进一步提升了其在上市公司中的绩优股地位。

### （三）内变型资本经营方式

内变型资本经营是指当公司本身的资产规模不发生变化，资本经营活动只引起公司内部股东结构发生变化时的资本经营方式。这种资本经营的方式在我国基本上可以说还没有发生过，但在发达的资本主义国家它却是很正常的资本产权运动现象。根据内变型资本经营的定义，它的内部又可以分为两种情况，一种是公司控制型产权变动模式，其中通常包括溢价回购、放弃管理协定、反接管条例和代表权争夺等几种情况；另一种是所谓的所有权结构变动，其中又包括交换发盘、股票回购、转为非上市公司（也叫下市）和杠杆收购等内容。主要形式有以下几种。

#### 1. 回购股份

公司在公开市场上用收购、发出收购要约或私下协商等办法收回本公司的一部分股票，或者用债券及优先股换回普通股的做法，就叫作股票回购。根据定义我们可以知道一个公司通常有三种可选择的方式来购回其普通股股份，即在公开市场上收购、发出收购要约和私下协商收购三种方式。在发达的市场经济国家中，公司在公开市场上收购自己的股份实际上与一个普通的投资者从经纪人那里购买公司股票的过程和内容是一样的。在回购股票的过程中，公司采用在公开市场上收购的方式比采用发出收购要约的方式更为普遍。但采用在公开市场上收购本公司股票的方式也有不理想的一面，即采用这种方式回收股票的效率不高，通常它所能购回的股票占全部股份的比例，要比用要约收购方式时购回股份占全部股份的比例低。一般来说，准备回购本公司股份的公司都会发布公告以说明公司董事会已授权管理层购回一定数量的普通股。在面对数量较少但拥有本公司大量股票的股东的情况时，协商回购可以比较好地达到目的。

#### 2. 转换要约

所谓转换要约，是指某公司给予本公司证券持有人的一种选择权，允许他们将其持有的某种证券部分或全部转换为该公司的另一种证券。通常转换要约也有一个有效期，并规定有一个转换证券的最高额。在实际操作中，为了能吸引本公司的证券持有者参加转换活动，公司常常需要引入一种或几种比转换要约公告发布前市场价格更高的新证券，以此来吸引证券持有者。

转换要约可以在保持公司既有投资政策不变的情况下改变公司的资本结构。用债券换普通股的要约提高了公司的财务杠杆率，相反，用普通股换债券则降低了公司的财务杠杆率。同股份回购相比，它们都有着相似的动机，对公司和股东的影响也类似，如用现金回购股份和用债券换普通股在提高公司财务杠杆的作用上很相似。

#### 3. 杠杆收购和下市

下市（私有化）是指一公司从公众持股的公司转变成为由私人控制的公司。下市有

许多形式,如控股的股东将掌握少量股票的股东排挤出公司的做法被称为“挤出”;再如少数投资者通过大量的债务融资来收购公众持股公司所有股票和资产被称为杠杆收购。当公司的管理人员发动了杠杆收购以后,这种杠杆收购又被称为管理层收购。下市还有一种形式就是所谓的部门管理层收购。这种方式通常是由一个母公司的部门机构领导来组织一个收购集团,这个收购集团将该机构或部门从母公司那里购买下来另成立法人实体,这也可以说是收缩型资本经营的一种形式。

#### (四) 租赁经营和托管经营方式

托管一般由上市公司或拟上市公司的控股股东将其所属之资产或下属之子企业委托给上市公司或拟上市公司经营管理,从而达到国有资产保值、增值的目的。托管作为解决同业竞争的一种方式曾为许多上市公司所采用。与租赁相比,托管方式较为简便易行。托管方式只需托管方(拟上市公司或上市公司)与委托方(通常为拟上市公司或上市公司的控股股东)签订托管协议,约定将委托方下属之资产或子企业(公司)委托给托管方经营管理。托管方将对委托方托管之资产或企业负有经营管理的义务,委托方则因此应向托管方支付相应的报酬,该项报酬可约定为定期支付的定额管理费用或托管经营而产生之利益的相应百分比。

租赁方式则由出租者(控股股东)将其所有之固定资产或下属子企业出租给承租者(上市公司或拟上市公司)经营,由承租者按期如数交纳租金,并保证租赁企业不受损失,承租者对租赁企业的生产、经营、分配享有完全自主权,同时也应对租赁企业或资产的亏损承担责任。在拟上市公司的资产重组过程中,以托管方式解决同业竞争的做法屡见不鲜,并日渐被许多企业滥用乃至成为规避有关同业竞争之法律规定的手段。中国证监会发布的《首次公开发行股票公司改制重组指导意见》(公开征求意见后修改稿第14稿)第八十一条第七款规定,拟上市公司申请发行上市前,不得存在下述情形:拟上市公司与主发起人或大股东(就追溯至实际控制人)及其控制的企业法人,或超过10%以上的股东存在经营性业务(受)委托经营、承(发)包等行为。由此可见,中国证监会对以托管方式解决同业竞争可能持反对态度。相反地,近年来,拟上市公司对其控股股东下属之与拟上市公司业务发生同业竞争的子企业进行租赁经营的情况越来越多,中国证监会也倾向于此种做法,如在上海证交所发行上市的上海大屯能源股份有限公司(上海能源)在发行上市前即对其控股股东的下属子企业实行租赁经营,并在发行上市后拟以募集资金购买该租赁企业。但相应地,租赁方式将给控股股东带来一定的费用损失(相应租赁费的税收)并可能产生租赁企业的人员安置及其他方面的困难和问题。

#### (五) 无形资本经营

无形资本经营是指企业对所拥有的各种无形资本进行运筹和策划。无形资本经营的方式有以下几种。

##### 1. 通过无形资本实施资本扩张战略

资本经营能够快速做大企业这艘船,船的航行则需要品牌这样的风帆牵引和推动。

企业在采用兼并、收购、参股、合资、特许经营等方式实施资本扩张战略时,可将品牌等无形资产作为重要的投入资本,实施名牌发展战略,借助于目标企业的有形资产,以名牌为龙头,迅速扩大生产能力和市场占有率,既可以大大减少增量资本的投入,又可以充分利用对方企业的资本潜力。

### 2. 无形资产所有权或使用权转让

通过对无形资产的所有权或使用权进行转让,盘活企业的无形资产,充分发挥无形资产的作用。

### 3. 保护和整合无形资产

在经济全球化和网络化市场的情况下,无形资产在企业资本经营中的作用变得越来越重要,成功地经营无形资产,能够有效地提高资本经营的效果。在资本经营过程中,企业必须对品牌资本进行价值评估,采取有效措施防止知识产权等无形资产受到侵权,避免品牌等无形资产的流失,整合本企业和关联方企业的相关品牌,延伸名牌系列产品和服务,提高品牌资本的知名度。

无形资产经营可以促进企业实现规模经济。企业要扩大规模,传统做法是通过厂房设备等有形资产的扩张来实现。而今天可以通过无形资产经营,以企业的知识产权类资产进行参股、生产许可证转让、商标转让等来扩大企业生产规模,实现规模经济效益。无形资产经营可以推动企业产品结构的高技术化。无形资产经营有利于企业通过吸收高新技术,向高新技术产业迈进;通过运用高新技术可以提高产品的技术含量,增加产品的附加值。

## 第五节 资本经营的意义

### (一) 资本经营有助于扩张企业规模,壮大企业实力

资本经营要求最大限度地支配和使用资本,以较少的资本调动或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,而且运用上市、兼并、收购、参股、控股等方式,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) 资本经营有助于推动企业产品结构的调整,降低企业市场风险

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,以求在市场竞争中获取生存权和发展权,增强市场控制力和影响力。资本经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。

### (三) 资本经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的。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。资本经营则有助于推动企业资本结构由“劣化”向“优化”方向转变。现实操作中,可利用股份制改造、公开上市、发行债券、债转股、股转债等方式,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。



### 案例

#### 泛华保险服务：风投式扩张<sup>①</sup>

国外经验表明,保险领域的分工将使保险公司专职产品开发、专业中介负责产品销售,最终共同开发并分享保险市场。目前,作为国内保险产业链上开放程度最高的环节,保险专业中介得到了民营资本和外资的密集投资,尤其是具有保险背景的外资纷纷借道专业中介,以期通过资源整合建立进军国内保险市场的桥头堡,甚至希望复制国外专业中介运作模式引导和左右保险中介市场,分享国内保险市场的巨大蛋糕。对于缺乏行业背景的中国公司,如何在行业盈利欠佳且外资汹涌的背景下立稳脚跟、发展壮大?泛华保险提供了有益的探索。研究发现,泛华保险通过构建“后援平台+个人创业”的风投式商业模式,取得了远高于行业平均的增长速度,并且在行业微利背景下实现了强劲的盈利。当然,泛华保险的商业模式也面临诸多考验。

头顶“亚洲第一家在全球主要资本市场上市的保险专业中介”的光环,泛华保险服务集团(证券代码:CISG,以下简称泛华保险或公司)登陆纳斯达克以来,受到业界的广泛关注。2007年10月,泛华保险两度提高发行价,由最初的11~13美元提高至16美元,融资1.88亿美元。且首日涨幅高达58%。受追捧的原因,除了是中国概念股外,上市前的财务大逆转也极大地刺激了投资者对其高增长和高盈利的预期:2004年泛华保险收入仅3400万元,2005年跃升至14370万元,2006年更是达到24660万元;2004年亏损9270万元,2005年亏损670万元,而2006年则实现净利润5740万元。

推动公司进入快速发展轨道的,是风险投资商式的商业模式:依托汽车俱乐部形成的庞大优质客户群,泛华保险搭建与保险公司“总对总”的保险产品分销平台,为旗下附属机构提供统一的后援平台,降低经营成本;同时,以风险投资商的角色推出个人创业计划及开展并购活动,吸引了大批创业者加盟,使公司分销网络迅速铺开,提升了产品分销能力。另外,公司将风险投资商模式向相关领域复制,打造了涵盖保险专业中介的完整产业链,从而获取了更高的佣金率。

#### 基石：后援平台

近年来,泛华保险取得了远高于行业平均的增长速度,并在行业微利背景下实现了强劲的盈利。而支撑其高增长与高盈利的基石,是统一的后援平台在较大程度上降低了运营成本。

---

<sup>①</sup> 陈福. 泛华保险服务：风投式扩张[J]. 新财富, 2009. 06. 26.

### 汽车俱乐部完成产业积累

在上市之前甚至上市之初,泛华保险在业内少有人知,被称为行业黑马。由默默无闻到一鸣惊人,泛华保险的“史前”经营值得关注,在此阶段公司完成了最核心的客户资源积累。

公开资料显示,泛华保险的前身为成立于1998年的广东南枫汽车俱乐部(后组建泛华集团),以发展会员的方式为汽车会员提供包括汽车救援、汽车牌照和按揭贷款等服务,相继在北京、四川、上海、重庆、江苏、天津、湖南、福建、河北等地成立了50家汽车俱乐部和按揭服务公司,积累了超过150万的客户资源。不过在最初几年,泛华集团的汽车俱乐部一直入不敷出,1998—2000年亏损超过2000万元。不过,泛华集团发现向会员销售车险却是盈利的有效途径,由此开始进入保险专业中介领域。

2001年7月,泛华集团正式介入保险专业中介领域;2002年5月,获批一张保险经纪公司牌照和四家保险代理公司牌照,获准在全国开展保险经纪业务,以及在广东、深圳、北京、四川、上海开展保险代理业务;2002年12月,尝试进入火险、水险、意外险和再保险领域,并开始研究寿险业务的介入时机和策略;2004年6月,泛华集团分拆成为泛华金融(主营贷款服务)和泛华保险,同年,泛华保险非车险业务大幅提升;2005年8月,泛华保险关于寿险事业的研究完成,全面介入寿险业务领域。

事实上,庞大的汽车俱乐部会员成为泛华销售保险产品的重要资源。一般而言,车主不但要为汽车本身投保,而且因具备较强的投保意识和支付能力,本身就是保险公司的潜在客户。就泛华而言,通过汽车俱乐部的详细会员资料,可以将业务范畴从单一的车险延伸到车主的其他财产保险和家庭成员的寿险等业务,充分挖掘会员的价值。

### 建设后援平台,降低经营成本

不过,泛华保险最初几年的盈利状况不佳,2004年和2005年分别亏损9270万元和670万元。进入2006年,公司实现利润5740万元。盈利大幅增长的原因,除销售的规模效应外,更主要的是建立了统一的后援平台,通过共享降低了经营成本。

保险中介的收入来源是保险公司支付的佣金及超额销售奖金,支出是支付给销售人员的佣金及超额销售奖金,因此,保险中介的利润点在于两者的差额。对于保险公司而言,只有当外包成本低于自销成本时才会考虑外包,而对于销售人员,只有保险中介支付的收入高于保险公司代理人时,对其才有吸引力。因此,保险中介既要保证销售人员的收入水平高于保险公司代理人,又要控制总体费用低于保险公司自销的总费用,这似乎不可能完成的任务是中国保险中介行业多年亏损的根源。

要实现盈利,保险中介必须跨过的门槛就是降低经营成本。泛华保险建立了统一的后援平台,通过服务共享降低运营成本。所谓后援平台,可以概括为“三个统一和四个中心”,即统一的财务内控系统、统一的作业流程、统一的人力资源管理系统,以及信息技术中心、产品中心、培训中心和品牌与服务中心。实际上,后援平台是泛华保险搭建的产品、培训、管理、财务、数据、服务等涵盖保险销售整个产业链的管理平台,通过与旗下各业务机构对接实现管理平台共享(图1-2)。

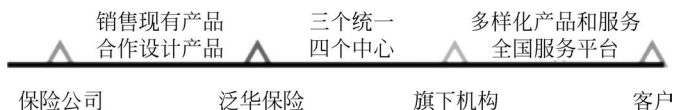


图 1-2 泛华保险统一的后援平台

通过统一的后台管理,公司各业务部门节省了运营和管理成本,可以专注于产品的销售而无须在内部管理上投入人力和财力。而管理后台的建设成本由泛华保险总部承担,一对多的方式整体降低了经营成本。同时,随着旗下业务机构的增加,平台建设的费用不断被分摊。泛华保险总裁胡义南说:“我们现在提出零成本扩张。随着模式、流程、系统的标准化,无论在全国哪个地方开分公司,我们只要把终端架过去即可。”财务数据显示,实施统一后台管理后,泛华保险的运营成本呈现下降态势,管理费用与总收入的比值由2005年的54.89%下降至2008年的21.24%,销售费用占比则由3.85%下降至2.05%(表1-2)。

表 1-2 泛华保险运营成本变化情况

单位:万元

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
总收入	14 370	24 655	44 815	84 388
管理费用	7 888	5 212	6 818	17 922
销售费用	553	1 129	951	1 733
管理费用/总收入(%)	54.89	21.14	15.21	21.24
销售费用/总收入(%)	3.85	4.58	2.12	2.05

资料来源:公司年报。

后援平台的各项内容中,最核心的是产品中心,即泛华与保险公司建立的“总对总”产品分销平台。由于保险专业中介市场起步较晚,业内企业规模普遍较小,大多只能与保险公司的分支机构发生业务往来,所获得的佣金率相对较低(表1-3)。依托全国性的销售网络及快速增长的销售规模,泛华保险与各保险集团总公司合作,签署总对总的分销协议。尽管泛华保险未披露过具体情况,但胡义南在不同场合多次坦承,泛华保险比其他公司获得了更高的佣金率。这也可从佣金收支对比指标得到印证。2006年泛华保险向销售人员支付的佣金占同期从保险公司所获佣金的54.17%,2007年下降至52.03%,2008年进一步下降至51.79%(表1-4)。

表 1-3 佣金率对比

%

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
保险营销员	9.87	11.40	13.91	13.91
保险兼业代理机构	4.48	4.57	4.80	4.30
保险代理机构	9.89	11.16	11.27	12.43
保险经纪机构	10.52	13.64	12.10	10.80
保险公估机构	3.27	3.47	5.28	4.31

资料来源:中国保监会资料整理。

表 1-4 泛华保险佣金收支对比

单位: 万元

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
佣金收入	14 252	24 565	44 693	84 302
佣金支出	6 575	13 308	23 255	43 659
支出/收入(%)	46.13	54.17	52.03	51.79

资料来源: 公司年报。

值得一提的是,泛华保险并非统一后援平台的首创者,只是首度将其引入国内保险专业中介领域。而战略投资人的加入,为其搭建这一平台提供了强大的资金支持。除早期美国国泰财富基金的投资外,2005 年泛华保险获得鼎晖 1.5 亿元投资。同时,泛华保险上市后拟再投入 3 亿元,进一步完善后援平台。

### 扩张: 风投式推广

#### 个人创业计划

不过,泛华保险统一后援平台效用的发挥,依赖于规模效应,需要有足够庞大的分销网络作后盾,不然成本难以分摊,与保险公司的谈判也无法形成足够的议价能力。研究发现,泛华保险充分利用资本优势,鼓励行业优秀人员加盟创业,快速铺建了分销网络。

以统一后援平台为支持,泛华保险推出了个人创业计划,吸引具有丰富经验和人脉关系的优秀人才加盟,大大加快了销售网络的建设步伐。

在保险公司营销员“移民潮”的大背景下,泛华保险的个人创业计划取得了事半功倍的效果。由于保险公司无法解决营销员的归属感以及客户多元化需求与单一公司产品服务局限的矛盾,优秀保险营销员纷纷投向保险专业中介,或自立门户。

调查显示,组建自己的团队是无数保险营销员奋斗的目标,但由于体制原因,他们的职业顶峰往往是管理者而非所有者。拥有自己的团队且积累起一定的客户资源后,谋求由管理者向所有者的转变成为保险营销员内心最强烈的渴求。基于此,泛华保险制订了一套个人创业计划流程(图 1-3)。第一步,对有意加盟的保险创业者进行审核。创业者先向泛华提供一份商业计划书,写明未来发展规划。第二步,泛华将根据创业者未来三年内连续 12 个月达到 800 万标准保费和 500 万标准保费,将创业者分为 A 级创业团队和 B 级创业团队,并为他们提供不同数额的借款支持。为发挥创业者的主观能动性,泛华保险也需要创业者认购其创业团队的权益证。第三步,创业团队达到经营目标后,泛华与创业者合资组建一个由泛华控股 51% 以上的独立法人公司,由创业者管理,在泛华的后援平台上自主经营,创业者作为合资公司的股东终身享有该公司的权益。第四步,泛华为创业者提供退出的通道,待合资公司发展达到一定规模,创业者可把公司股权一次性或分期出售给泛华。泛华将根据合资公司的现有价值,决定支付给创业者的转让金额,通常,公司价值等于当前利润的 7 倍左右。



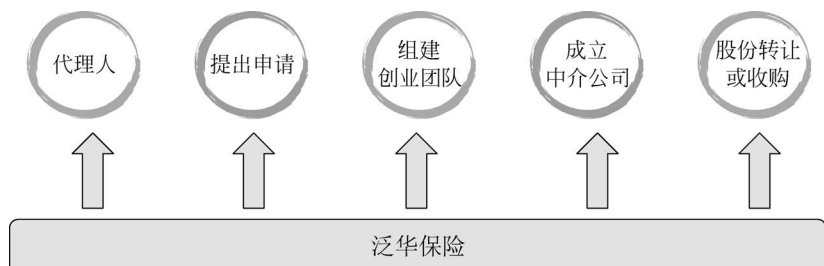


图 1-3 个人创业计划流程

资料来源：《新财富》整理。

个人创业计划以及具相对优势的后援平台(表 1-5),吸引了大批优秀人才的加盟,目前泛华保险已组建了 50 多个创业团队,“加入泛华的创业团队和创业者大多是有丰富经验的保险业务精英,甚至是省级机构负责人。”个人创业计划设计者、泛华保险副总裁李成斌曾表示。

表 1-5 各类销售平台优势对比

项 目	泛 华 保 险	代理、经纪公司	个人营销员	兼 业 代 理	保 险 公 司
优秀人员身份	所有人+管理人	管理者	—	管理者	管理者
销售回报	佣金收入+股份激励	佣金收入	佣金收入	代理手续费	收入
代理产品数量	多,涵盖各家保险公司的产品	较多,但存在一定的限制	只能代理某一家公司的产品	代理某一类产品,可代理多家产品	只能销售自己公司的产品
产品范围	非寿险、寿险	非寿险、寿险	非寿险、寿险	非寿险、寿险、基金	非寿险、寿险
平台支持	强	较弱	弱	较强	强
售后服务	强	一般	弱	弱	一般
网络覆盖	全国	区域	区域	全国或区域	全国

资料来源：《新财富》整理。

在个人创业计划下,泛华保险的代理人以及加盟的代理公司以股东的身份为泛华工作,这是目前中国境内代理人无法享受的待遇。据李成斌的测算,泛华保险独特的股权分配模式对创业者最具吸引力,“每年在专业保险公司做出 1 000 万~2 000 万元的业绩甚至 3 000 万元业绩的总监年收入约 30 万元,10 年也只有 300 万元;而在泛华保险股权模型下,平均每年销售 1 000 万元的业绩,10 年至少可以拿到 1 500 万元,如果出售股份还能再拿 5 000 万元”。

另外,泛华保险的扩张方式还包括收购、整合行业内已有的代理经纪公司,俨然成了保险专业中介领域的风投商。

#### 上市融资助推风投模式

个人创业计划及并购整合需要大量的资金投入,上市融资成为泛华保险的必然选



择。为了打通资本市场通道同时规避国内资本管制，泛华保险设计了合同控制的股权架构(图 1-4)。资料显示，在纳斯达克上市的泛华保险注册于开曼群岛，这家离岸公司通过海外两个层级在国内全资成立了外资的仪齐满管理咨询公司(下称“仪齐满”)，并

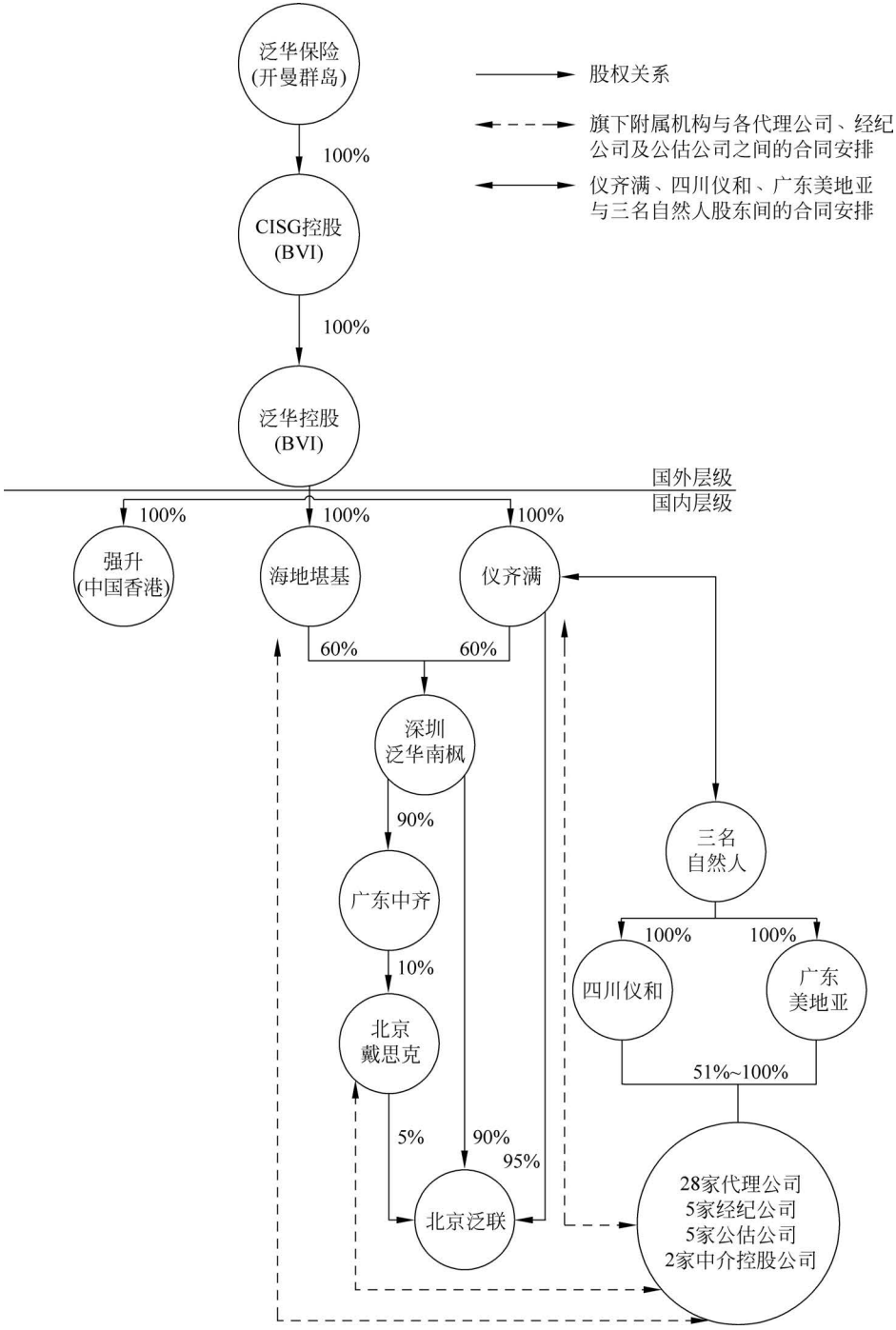


图 1-4 泛华保险股权架构

通过仪齐满提供借款给三名中国国籍的自然人,设立两家分别注册于广东和四川的投资公司。三名自然人再通过这两家投资公司,持有其内地的业务公司的股权。按借款合同,三名自然人承诺将由此所获的权益全部归属于仪齐满。因此,在美国上市的泛华保险,实际上是以向自然人的借款为搭桥,通过合同获取内地分支机构收益的离岸集团。

通过这一设计,泛华保险规避了政策限制,为海外上市扫清了障碍。2007年10月31日,泛华保险登陆纳斯达克,融资1.88亿美元。上市后,泛华保险斥资10亿元启动“春秋计划”,为个人创业和并购整合提供资金支持。

#### 风投模式实现高成长与高盈利

自2006年8月签约第一个创业者后,泛华保险几乎每天都能接到加盟申请。“后援平台十个人创业”成为泛华保险以“核裂变”速度发展的原动力。截至2008年12月31日,泛华拥有40家保险代理公司、5家保险经纪公司和3家保险公估公司,包括352个销售和服务网点,保险代理人28886人,网络覆盖中国17个省市,所辖分支机构已基本覆盖珠江三角洲经济圈、长江三角洲经济圈、环渤海经济圈和以四川为中心的中西部地区。按照计划,在未来5~10年,泛华保险将以个人创业或并购方式建立一个覆盖全国23个省市自治区,有不少于100个独立保险专业中介公司、1000个创业团队、20万个代理人的分销网络。

依托风投式商业模式,泛华保险实现了快速增长。2005—2008年,其营业收入分别为1.437亿元、2.466亿元、4.482亿元和8.439亿元,年复合增长率高达80%,远高于行业同期的44%,市场占有率也从2005年的6.02%提高至2008年的11.81%(表1-6)。保监会公布的按收入排序的保险代理、保险经纪和保险公估20强中,2007年泛华保险旗下有6家代理公司上榜,分列第1、5、8、17、18、19位,1家经纪公司上榜,列第19位。2008年,6家代理公司上榜,分列第1、2、4、8、9、19位,1家经纪公司上榜,列第19位,3家保险公估上榜,分列第2、3、9位。

表 1-6 泛华保险与中介行业收入与净利润指标对比

单位: 万元

市 场 份 额		2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
行业总额	收入	238 700	330 100	488 700	714 500
	净利润	-775	9 936	19 496	25 502
泛华保险	收入	14 370	24 655	44 815	84 388
	净利润	-669	5 740	15 336	19 161
泛华保险占比	收入占比(%)	6.02	7.47	9.17	11.81
	净利润占比(%)	86.32	57.77	78.66	75.14

资料来源: 公司财报。

由于“后援平台十个人创业”使经营成本大幅下降,加上较高的佣金率,泛华保险的盈利能力远高于行业平均水平。近3年来,其销售净利率保持在20%以上,总资产报酬率在9%以上,而同期行业平均水平则在2%~4%(表1-7)。2007—2008年则分别

实现净利润 0.574 亿元、1.534 亿元和 1.92 亿元，占行业总额的七成以上。

表 1-7 盈利指标对比 %

项 目		2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
行业平均	销售净利率	-0.32	3.01	3.99	3.57
	总资产报酬率	-0.13	1.48	2.50	2.69
泛华保险	销售净利率	-4.66	23.28	34.22	22.71
	总资产报酬率	-2.33	15.12	9.35	9.39

打造完整产业链

风投式商业模式具有可复制性，泛华保险借此打造了完整的产业链，主要体现在横向拓展和纵向延伸两个方面。

保险专业中介的业务范畴包括代理、经纪和公估，按照保监会公布的数据，2008 年三项业务收入占比分别为 47%、37%和 16%。2008 年以前，泛华保险的业务仅局限在代理和经纪领域，并未涉足彰显中介服务水平的公估业务。随着代理和经纪业务的做大，以及保险专业中介领域一站式服务的需求逐步提升，无论是从拓宽营收还是从提升综合竞争力的角度来看，缺乏公估业务成为泛华保险的软肋。于是，公司开始将风投式的商业模式向保险公估领域复制，2007 年 12 月收购国内首家全国性的保险公估机构——广东方中保险公估公司 60%股权。2008 年，泛华保险斥资约 1.3 亿元整合广东方中与行业排名前 20 的深圳普邦和上海天衡，组建泛华保险公估集团，这也是公估领域迄今最大的合并案。通过整合，泛华保险初步建立了覆盖全国主要地区的公估网络，并在 2008 年贡献了近 9 000 万元的营业收入。2008 年 12 月，公司与另一家行业排名前 20 的公估公司——深圳弘正达签署了全资收购框架协议。泛华保险的计划是，2010 年将公估业务剥离单独上市。

横向拓展还表现在代理和经纪的产品类型上。按最基本的划分，险种可以分为财险和寿险。起家于汽车俱乐部的泛华保险营业收入曾一度全部来源于财险业务。业务的高度集中不利于经营风险的释放，也在一定程度上抑制了盈利能力的提升。而且，长期来看，代理寿险的毛利高于财险。泛华保险个人创业计划的推出，不仅吸引了财险代理人的加盟，更吸引了大批寿险代理人的加盟，使公司在寿险领域的规模快速做大。从寿险业务对营收的零贡献，到贡献营收 1.2 亿元或 14.4%，历时仅 3 年（表 1-8）。

表 1-8 收入来源及其占比 单位：万元

项目	2005 年		2006 年		2007 年		2008 年	
财险	14 252	100.0%	22 503	91.6%	40 095	89.7%	63 227	75.0%
寿险	0	0.0%	2 053	8.4%	4 598	10.3%	12 140	14.4%
公估	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	8 936	10.6%
合计	14 252	100.0%	24 566	100.0%	44 693	100.0%	84 303	100.0%

纵向延伸是泛华保险创投式商业模式下的另一产物,也是其实现高盈利水平的推手之一。与国外保险专业中介广泛参与保险产品开发不同,国内保险专业中介由于销售规模过小,难以得到保险公司的重视,其所承接的主要是保险销售外包服务。然而,在快速铺设营销网络以后,泛华保险不仅是一股重要的销售力量,而且了解客户的需求,因此参与保险产品开发能够带来泛华、保险公司与客户三方的共赢。2008年3月,公司与平安人寿合作推出“万里无忧卡”;2009年1月,携手中英人寿推出“英华保险卡”。泛华保险参与开发的产品,不仅由泛华独家承销而获取更高的佣金率,而且可以参与利润分配。

### 面临整合与再融资考验

风投式的商业模式使泛华保险实现了高增长与高盈利,但面临创业者整合及再融资的考验。

#### 创业者的甄选与整合

创业者的加盟是泛华保险风投式商业模式扩张的基础。如同风险投资商的尽职调查,为了保证加盟者的质量,泛华保险制定了一套严密甄选程序,以求在最大限度上控制风险。不过,与风投商面临的挑战类似,再严密的甄选程序也不能保证投资百分百成功,更不能筛除道德风险,也不能保证加盟者对泛华保险的忠诚度。

创业者的整合更为棘手。随着个人创业计划的推广,大量优秀代理人纷纷加盟泛华旗下,加上对成熟企业的收购,泛华保险各业务机构存在一定的业务重叠现象。为了吸引更多加盟者,泛华保险并没有限制创业者的区域划分,结果是创业企业中既有全国性的企业也有区域性的企业,且同一区域有多家创业企业。这种重叠现象将随着个人创业计划的推进而更加明显,市场的失序逐步将外部竞争演变为内部竞争。同时,对被收购企业的整合也是棘手的问题,不仅存在文化上的差异,也存在人员上的调整。据深圳保险学会某负责人介绍,泛华保险整合的三家公估企业目前正经历痛苦的磨合过程。“当前的泛华是大而不强,要实现由大转强,还有很长一段路。”该负责人认为。

另外,泛华保险风投式商业模式的成功,极大地刺激了各路资本对保险专业中介领域的热情,效仿者或新的整合者不断出现,他们之间对优秀代理人的争夺日渐激烈,因此,泛华保险将在保持对创业者的吸引力和控制扩张成本上面临压力。

#### 再融资考验

泛华保险的扩张模式建立在资本不断投入的基础上,随着个人创业计划及并购策略的推进,公司对资金的需求将随之扩大。尽管泛华保险在多个场合宣称资金充裕,2008年年末账面现金及现金等价物15.08亿元可以供未来三年的扩张之需。

但这仅是财务报表上的数字。在纳斯达克上市的泛华保险,其财务报表根据美国会计准则不需要编制母公司会计报表,只要编制控股公司的合并会计报表。由于泛华保险对创业企业及收购企业的股权比例均在51%以上,旗下所有业务机构均在并表范畴。按照合并报表编制方法倒推,合并报表的现金及其等价物余额,包含了母公司以及旗下业务机构的现金及其等价物余额,这一数字应大于泛华保险能够自由支配的现金

及其等价物规模。

财报显示,2008年年末,泛华保险的现金及其等价物余额与上年同期的15.45亿元大致相当。但从2008财年的大举扩张之中可以看出,泛华保险实际能够支配的资金远低于15.08亿元。2008年度,泛华保险新增21家代理公司、1家经纪公司和3家公估公司,其中仅入股泛华大童和整合3家公估公司就投入3.5亿元,再加上用于后援平台建设的3亿元,合并报表中的15.08亿元,真正能够供泛华保险自由支配的实际上已并不多,甚至再融资的压力已经隐现。其实,如果泛华保险的个人创业计划不减速,再融资的压力仅是时间先后的问题。因此,再融资将是泛华保险的命门所在,它决定了其后发展的速度与空间。

泛华保险的再融资并不轻松。受金融海啸影响,纳斯达克指数大幅回调,IPO与再融资基本停滞。同时,泛华保险每份ADS的价格也跌破16美元的发行价,目前在6.5~7.5美元,融资功能大打折扣。另外,在国内保险牌照基本停发的背景下,保险专业中介是资本尤其是民营资本和外资进入保险领域的唯一通道。随着泛华保险的成功上市,越来越多的资本开始涌入中介领域,催生了多家全国性的公司,且不乏拟赴美上市的后继者,行业竞争的加剧,客观上也将对泛华保险再融资增添难度。

资料

自2003年保监会降低了保险专业中介的进入门槛后,短短数年时间内,中国保险专业中介机构的数量由一两百家激增至2008年年末的2445家,正日益成为保险销售的一股重要力量,通过专业中介机构实现的保费收入突破500亿元。

保监会相关数据显示,保险营销员渠道和保险专业中介渠道市场份额此消彼长,2005—2008年,保险营销员渠道市场份额由43.20%下降至34.55%,而保险专业中介渠道市场份额却由4.16%上升至5.27%(表1-9)。

表 1-9 各类保险销售渠道的市场份额 %

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
保险营销员	43.20	46.99	45.40	34.55
保险兼业代理机构	25.64	28.24	31.87	42.40
保险专业中介	4.16	4.14	5.07	5.27
其他渠道	27.00	20.63	17.66	17.78

资料来源：中国保监会。

本章思考题

- (1) 在理论和实践中,对资本怎样理解?
- (2) 怎样理解当下较为流行的知识资本和人力资本?
- (3) 资本市场的构成及功能分别是什么?

- (4) 资本评估方法有哪些? 这些方法之间有什么区别?
- (5) 什么是资本经营? 它与生产经营有何不同?
- (6) 资本经营的内容包括哪些方面?
- (7) 企业如何进行无形资本经营?
- (8) 企业资本经营的方式和意义分别是什么?

## 参 考 文 献

- [1] 曹永峰. 资本运营概论[M]. 北京: 清华大学出版社, 2013.
- [2] 王开良. 资本运营技巧与风险管理[M]. 北京: 中国书籍出版社, 2013.
- [3] 夏乐书. 资本运营: 理论与实务[M]. 3 版. 沈阳: 东北财经大学出版社, 2010.
- [4] 申明. 知识资本运营论[M]. 北京: 企业管理出版社, 1998.