

# 资本经营的理论与案例解析

对外经贸大学国际商学院

吴革

联系电话 (010) 65864410

电子信箱: [wuugee@163.com](mailto:wuugee@163.com)

# 主题

- 一、资本经营概述
- 二、资本经营模式
- 三、资本经营方式
- 四、资本经营策略

# 一、资本经营概述

- (一) 基本概念的定义
- (二) 资本经营目的
- (三) 资本经营的组织结构

# 一、资本经营概述

- (一) 基本概念的定义
- 1、资产与资本
- 资产，是指过去交易、事项形成并由企业拥有或者控制的资源，该资源预期会给企业带来经济利益。  
(《企业财务会计报告条例》2000年)
- 资本是能够带来剩余价值的价值。资本是可以表现为各种形式的价值。可以是物，可以是货币，可以是有形的，也可以是无形的，但必须有价值。
- 资产是躯体，资本是灵魂。

## 2、资产经营与资本经营

资产经营是企业通过有效配置其所拥有的资金、设备、原燃材料、人力、技术、市场、品牌等资源，经过供、产、销的周转循环，以提供产品或劳务为手段，以实现资产收益为目的的生产经营过程。

资本经营，又称资本运作、资本运营，是以资产经营为基础，通过资本的流动、重组、兼并与收购等一系列的运作，实现资本的扩张和增值。

资产经营是表象，资本运作是本质。

## 案例：新希望集团



刘永好：经营饲料是一分一分地挣钱，经营品牌是一角一角地挣钱，资本运作是一元一元地挣钱。

刘永好：七八千人搞饲料，年利润两个亿；七八十人搞房地产，年利润两个亿；七八个人搞金融，年回报至少两个亿。

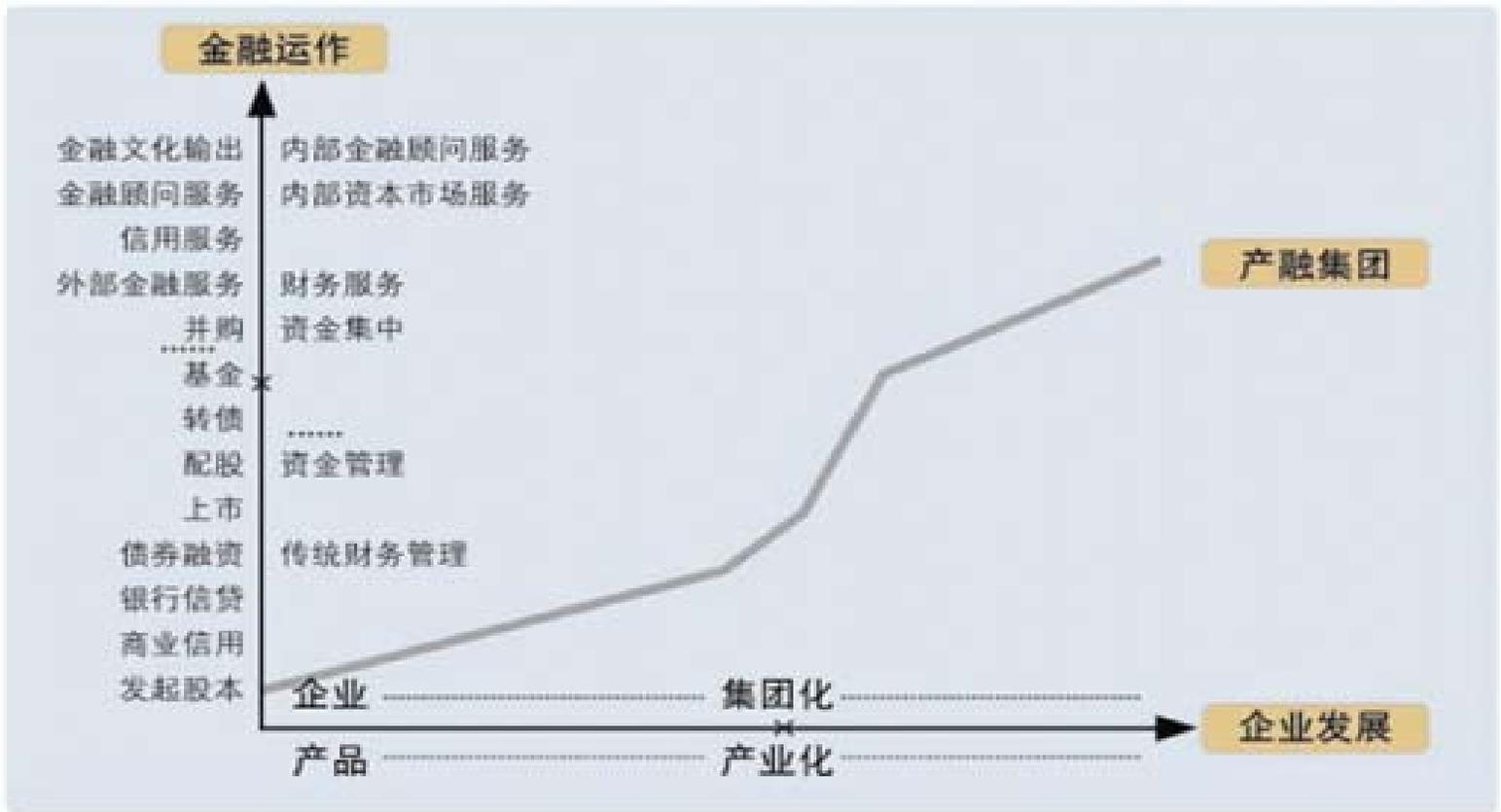
### 3、财务管理与资本运作

财务管理就是对企业资金筹集、运用和分配的决策、计划和控制的过程。

财务管理是以企业为中心一般的投资、融资过程，而资本运作是以集团为中心的比财务管理更高层次、更全面的投资、融资与再融资的过程。

## (二) 资本运作目的

- 1、资本的低成本扩张。
- 2、募集企业发展所需资金。
- 3、调整业务方向与整合资产结构。
- 4、开拓新的市场，扩大市场份额。
- 5、获取企业经营所需资产或资源。
- 6、获得企业发展所需要的技术或品牌。
- 7、扩大生产规模，降低成本费用。



企业发展的内在逻辑：金融视角

## 案例：海航的资本运营

1993年成立到现在，短短十年内，从1000万元注册资本起步，通过重组、兼并，实现了超常规的扩张，发展为拥有航空运输、机场管理、酒店旅游等相关产业，资产规模达308亿的中国第四大航空集团。海南航空的利润，十年平均在40%以上速度增长，负债率在70%到80%之间，在比较起航空业和其他行业来讲，它是比较高的。但是航空运输业，在全世界都是高负债行业，因为飞机太贵，海航不断地用中国资本市场调整股本金结构，然后再借债，在发展自己的主导产业的时候，成功地运用了  
中国甚至国际资本市场。

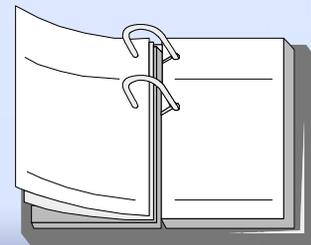
## （三）资本经营的组织结构

✧ 总部对下属企业的管理模式，按总部的集、分权程度不同而划分成“运营管控型”、“战略管控型”和“财务管控型”三种管理模式。

◆运营管控型

◆战略管控型

◆财务管控型



## 1、运营管控型（战略规划）

为了保证战略的实施和目标的达成，集团的职能管理非常深入。各下属企业业务的相关性要高。特点：上是头脑，下是手脚。

IBM为了保证其全球“按需应变式”战略的实施，各事业部都由总部进行集权管理，计划由总部制定、下属单位则负责保障实施。

日本丰田汽车公司在国内外有很多子公司，但所有的子公司都无权销售整车和零部件，公司总部掌控所有子公司的生产计划、财务和人事权。

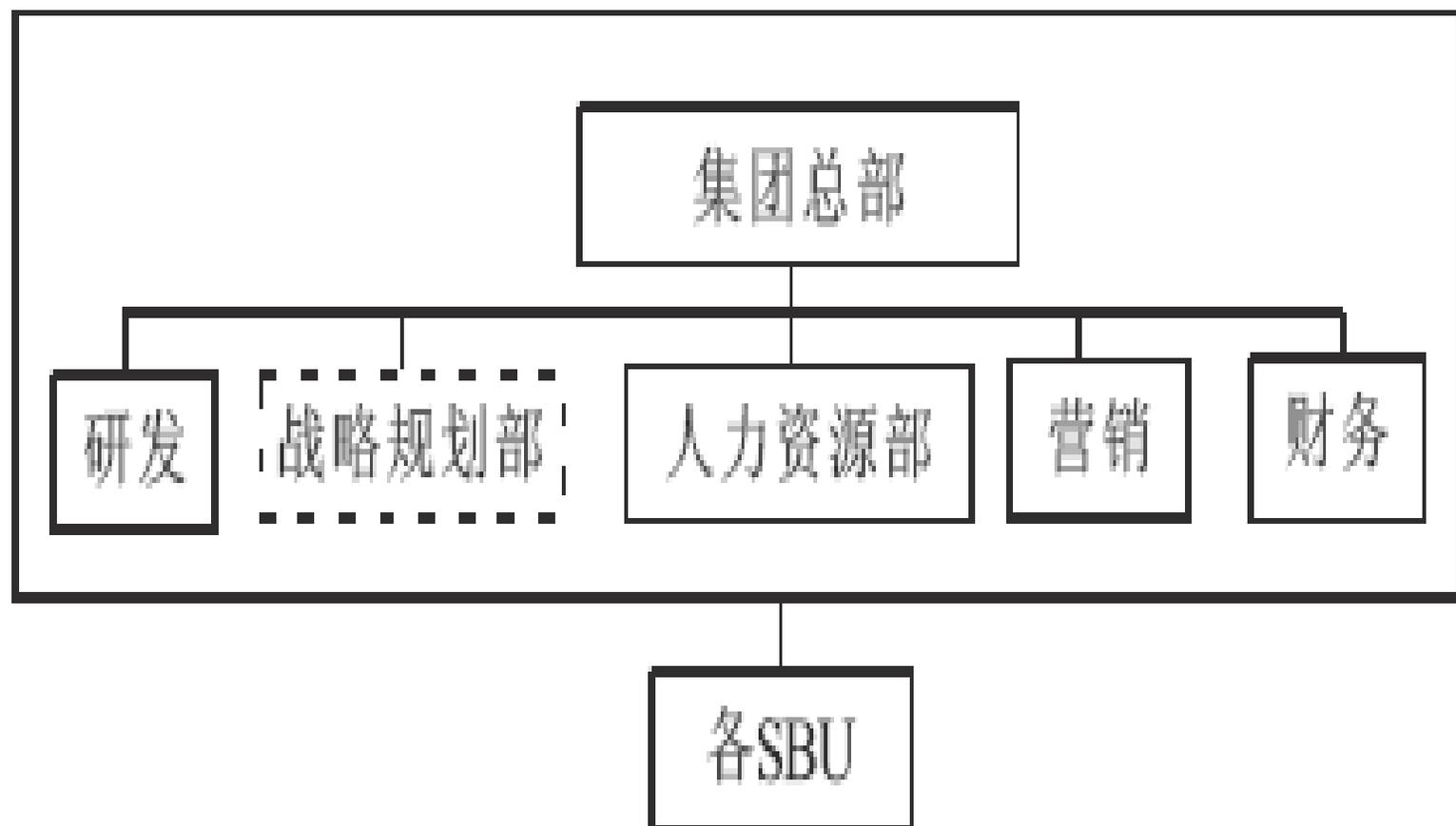


图6 战略规划型组织结构：总部作为战略规划中心

## 2、战略管控型

总部负责财务、资产运营和整体的战略规划，各下属企业(或事业部)自定规划与预算，总部负责质询与审批。总部在综合平衡，协同上做工作。如平衡需求、协调矛盾、推行“无边界企业文化”，高级主管的培育、品牌管理、知识与经验分享等等。目前世界上大多数集团公司都采用或正在转向这种管控模式。

特点：上有头脑，下也有头脑。如GE公司直到杰克·韦尔奇任CEO后才转变为战略管控模式

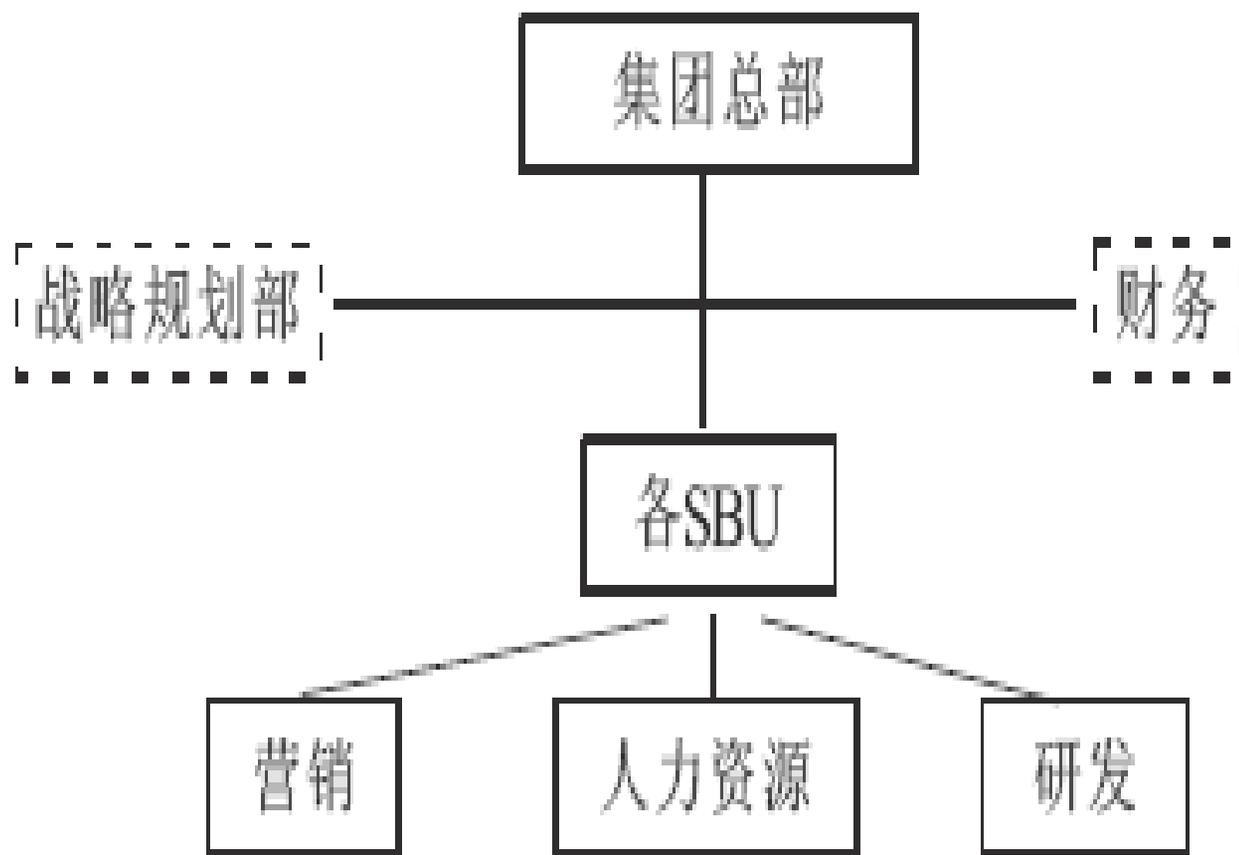


图8 战略控制型组织结构集团作为战略控制中心

### 3、财务管控型

集团总部只负责集团的财务和资产运营、集团的财务规划、投资决策和实施监控，以及对外部企业的收购、兼并工作。下属企业每年会给定有各自的财务目标，各下属企业业务的相关性可以很小。特点：有头脑，没有手脚。

典型的财务管理型集团公司有和记黄浦。和记黄浦集团在全球45个国家经营多项业务，雇员超过18万人，它既有港口及相关服务、地产及酒店、零售及制造、能源及基建业务，也有因特网、电讯服务等业务。总部主要负责资产运作，因此总部的职能人员并不多，主要是财务管理人员。

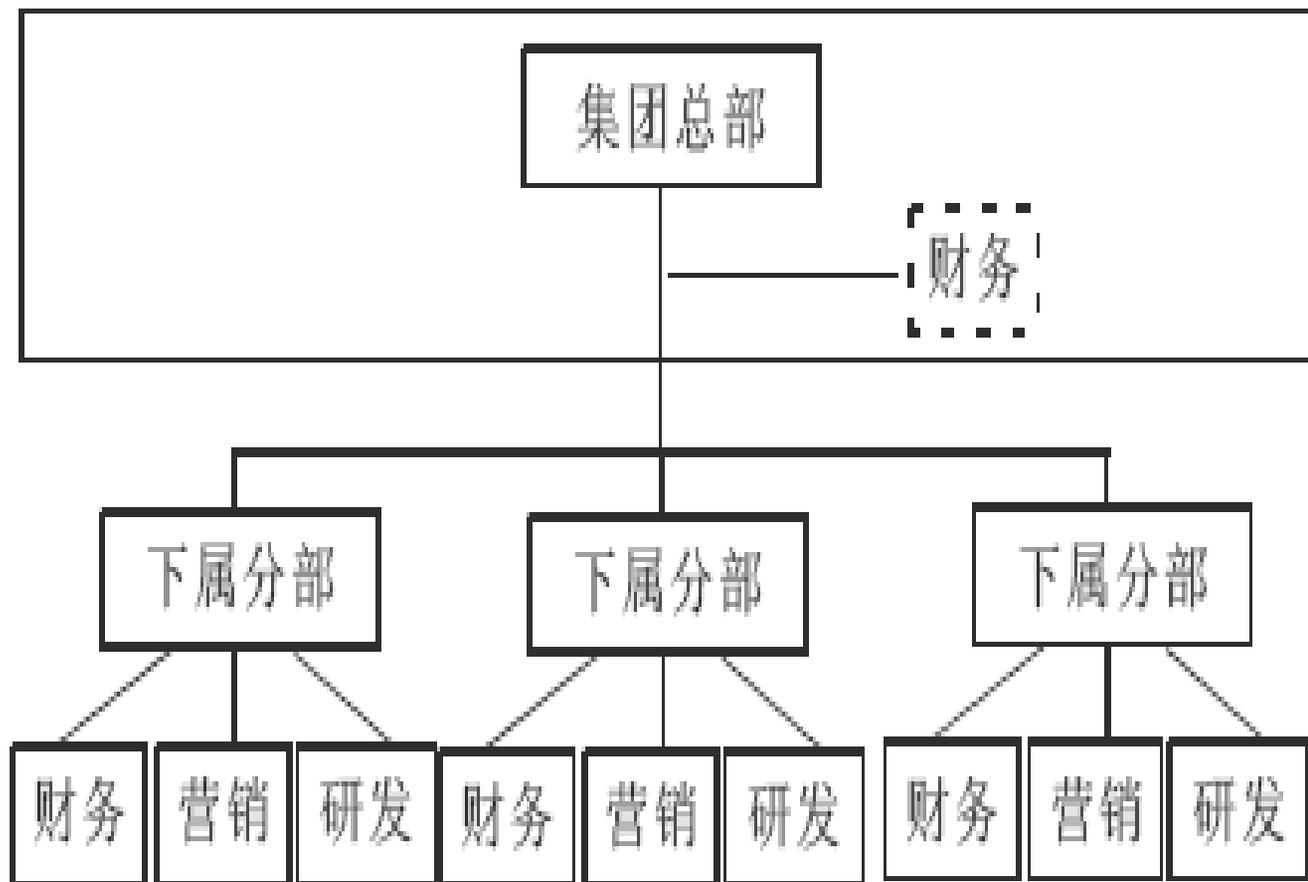


图9 财务控制型组织结构集团作为财务控制中心

出资人

资本关系

总部（母公司）



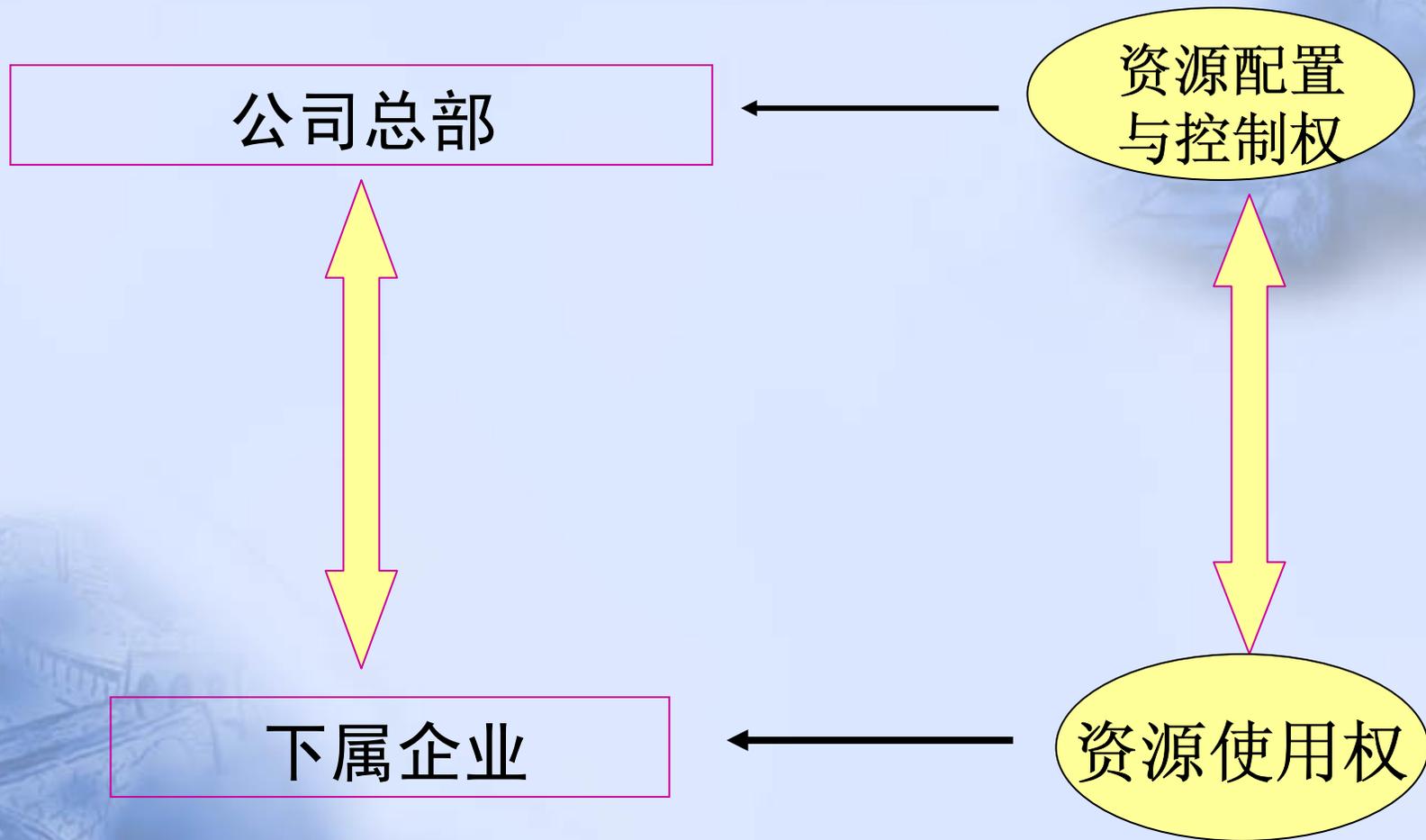
子公司

经营层

全资子公司

非全资控股公司

参股子公司



## 二、资本运营模式

- 三分法：
  - 海尔模式
  - 德隆宣传的模式（科龙模式）
  - 德隆的实际模式
- 两分法：
  - 资本扩张模式
  - 资本收缩模式

## （一）海尔模式

- 其突出的特点是运营主体拥有强大的产业基础，并围绕自己的产业扩展进行资本运营。吃“休克鱼”，以文化整合为手段，形成海尔产业的“联合舰队”是主要特点。这就是我们常说的低成本扩张。海尔已先后控股青岛商业银行、鞍山信托、长江证券。如此，海尔在金融领域已经涵盖了银行、保险、证券、信托、财务公司等业务。
- 主要手段是：整体兼并， 品牌运作。

## （二）德隆宣传的模式

- 首先通过买壳上市，改变上市公司的股权结构；通过注入优质资产调整产品结构，使上市公司的主业结构发生变化；进而，通过并购、托管、委托加工等形式，对上市公司所处产业进行整合，优化产业结构；最后，通过对销售网络和销售渠道的整合，扩大上市公司产品在国内外市场的占有率，形成规模化、垄断性经营，可以更快捷地树立企业的市场优势，事半功倍地强化其核心竞争力。

### （三）德隆的实际模式

- 这是中国典型股市炒家的方式，目的是从股市圈钱，其主要手法是，通过受让或二级市场收购等手段掌握一个上市公司的大量股权，然后进行所谓的资产重组，进行项目包装，形成一个成长型或绩优型公众公司的形象，通过各种手段把股价拉高后迅速出手，在股价高位上把大批股民套牢，将股权变现，获取暴利。对于他们来说，股市是一个大赌场，是将众多散户的钱迅速集中在少数庄家手中的聚财器。

# 扩张型资本运营模式

- 1、横向型资本扩张
- 同一产业或部门，比如青啤集团兼并收购了省内外14家啤酒企业
- 2、纵向型资本扩张
- 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，
- 3、混合型资本扩张
- 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

# 收缩型资本运营模式

- 1、资产剥离
- 2、公司分立
- 3、分拆上市
- 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”。
- 4、股份回购

## 三、资本经营方式

- 融资、投资、重组、上市、并购、公司分立
- 股权转让、资产剥离、租赁、托管、品牌经营

# (一) 融资

- 1、存量融资——生存
  - (1) 销售收入
  - (2) 资产变现
- 2、增量融资——发展
  - (1) 负债融资：银行信用、商业信用、租赁、售后回租与分期付款、企业债券与公司债券、资产证券化
  - (2) 所有者权益融资：IPO、配股、增发

# 案例：国美的融资

- 2004年10月，胡润百富排行榜新鲜出炉，年仅35岁的国美电器掌门人黄光裕凭借国美电器在香港“借壳”上市成功，以105亿元的个人身价跃居中国大陆新首富。
- 在利润率很低的商品零售业，黄光裕用什么策略在短时间内创造中国的又一个财富神话成为人们关注的焦点。

## (二) 投资

- 1、短期投资：国债现券与国债回购、公司债券与企业债券、基金、信托产品、可转换公司债券、股票、期货
- 2、长期投资：长期债券投资、长期股权投资、固定资产投资
- 核心：流动性与收益性的平衡

- 企业投资的三种战略
- 战略之一：养猪——对投资对象进行短期整合，再通过多种方式出售
- 战略之二：养儿子——将投资对象作为长期投资和经营的产业
- 战略之三：当人贩子——把投资对象作为商品倒卖



## 案例：周正毅的投资之道

1961年，周出生于上海杨浦区，家境贫困，只有小学文化。1978年，他开设小馄饨店，成为个体户小老板。80年代，周和太太毛玉萍经营小百货。1994年，夫妇合力开设“阿毛炖品”之后，才赚到真正意义上的“第一桶金”。这家有名的饭店位于上海黄河路上，据说，当时每年可以带来1000万元的利润。

## (三) 重组

- 1、资产重组：为了整合经营业务、优化资产结构、改善财务状况，通过对企业的资产进行剥离、置换、出售、转让等方式，实现资本结构或债务结构的改善，为实现资本运作的目标奠定基础。
- 资产重组的方式包括资产剥离、资产置换、资产转让、资产划拨。重点是要处理好资产与业务、人员的关系。

## 案例：诚成文化的资产置换

2000年3月，在上海证券交易所上市的诚成文化(股票代码：60068)发布了两份不同的1999年年报。这在中国的证券市场史上也是头一次出现两份正式年报，使我们关注的并不是首次出现两次年报这件事，而是这两份年报给诚成文化带来的结果。诚成文化发布的这两份年报的最大差异就是第一份年报多出了五千多万元的投资收益，那么产生这种差异的根源是下面这个资产置换。

**2、债务重组：指债权人按照其与债务人达成的协议或法院的裁决同意债务人修改债务条件的事项。**

**债务重组方式：**

**(1) 以低于债务账面价值的现金清偿债务；**

**(2) 以非现金资产清偿债务；**

**(3) 债务转为资本；**

**(4) 修改其他债务条件，如延长债务偿还期限，延长债务偿还期限并加收利息，延长债务偿还期限并减少债务本金或债务利息等；**

**(5) 混合重组方式。**

3、会计重组，又称企业准改组，是指一家公司不经过象创立新公司那样办理种种法律手续、支付相关的费用，而是为各项资产和公司股本确立新的计价基础所使用的一种程序。通过这种重组，使得企业的部分或全部资产、注册资本或实收资本、未分配利润的记录得以重新开始。

会计重组的特点是，不改变公司实体，调低资产账面价值，重计实收资本，使未分配利润在改组后的余额为零。

## (四) 上市

- 1、上市方式：IPO、借壳上市
- 2、再融资方式：发行债券（包括可转换公司债券）、配股、增发新股
- 3、其他资本运作方式：转让股权、派送红股、转增股本、股权回购（减少注册资本）。
- 4、上市地点：境内上市与境外上市。主板、中小创业板、三板。

从总体上而言，国有企业改制上市模式主要有“原整体续存”、“合并整体”、“并列分解”、“串联分解”、“买壳上市”、“资产置换”六种。

# 案例：德隆集团——号称熊市“避风港”的金融大鳄



德隆  
内幕

## (五) 并购M&A

- 并购M&A，即兼并与收购 (Merger and Acquisition) 的总称，是一种通过转移公司所有权或控制权的方式实现企业资本扩张和业务发展的经营手段，是企业资本运作的重要方式。

兼并通常是指一家企业以现金、证券或其他形式取得其他企业的产权，并使其丧失法人资格或改变法人实体的行为。

收购是指企业用现金、债券、股权或者股票购买另一家企业的部分或全部资产或股权，以获得企业的控制权。

并购方式：兼并、收购、合并、托管、租赁、产权重组、产权交易、企业联合、企业拍卖、企业出售等。

**按并购程序分：**

**A、协议并购，指并购公司不通过证券交易所，直接与目标公司取得联系，通过谈判、协商达成共同协议，据以实现目标公司股权转让的收购方式。**

**B、要约并购，指并购公司通过证券交易所的证券交易，持有有一个上市公司已发行在外的股份的30%时，依法向该公司所有股东发出公开收购要约，按符合法律的价格以货币付款方式购买股票，获取目标公司股权的收购方式。**

A、**杠杆收购LBO (Leveraged Buyouts)**是指收购者通过举债（有时可以以被收购公司的资产和未来的收益作为抵押）筹集资金用于收购的一种行为。

B、**管理层收购MBO (Management Buy-Out)** 又称**经理层收购、经理层融资收购**，是管理者或经理层运用杠杆收购的方式，利用借贷所融资本购买本公司股份，从而改变本公司所有权结构、实质控制权结构，使企业原经营者变为企业所有者，进而达到重组公司目的并获得预期收益的一种收购行为。

反收购常用的战略:

**董事轮换制度:** 是指在公司章程中规定, 每年只能更换三分之一的董事。这种方法阻止了收购者在两年内获得公司的控制权, 从而使收购者不可能马上改组目标公司, 降低了收购者的收购意向。

**绝对多数条款:** 是指在公司章程中规定, 公司的合并需要获得绝对多数的股东投赞成票, 这个比例通常为80%, 同时, 对这一条款的修改也要绝对多数股东同意才能生效。

**股权结构优化:** 通常的做法是通过母子公司或关系密切的企业之间的交叉持股, 以防止来自外部的敌意收购。

**毒丸计划 (Poison Pill):** 通常是在公司章程中预先设置一些对收购者极为不利的规定，当公司面临收购威胁时，董事会可以启动毒丸计划。毒丸计划是一种优先股购股权计划，如某类股东可享有低价购买公司股份或者可以要求公司以较高价格回购其股份等，这些毒丸可以降低和削弱收购人的持股比例和优势地位，使其达不到收购的目的。

# 案例： 韦尔奇的“疯狂”

- 在担任通用电气CEO的近20年中， 韦尔奇领导GE完成了993次兼并， 市值从130亿美元一路攀升到最高时的5600亿美元， 并连续9年保持增长超过10%的纪录， 多次被评为“全球最受尊敬企业”。 韦尔奇被无数企业管理者顶礼膜拜， 被奉为20世纪“最伟大”的CEO， 也并不过分夸张。
- 但香港中文大学、 长江商学院教授郎咸平则对备受中国企业界推崇的韦尔奇进行了一次彻底否定。 这家公司最伟大的创造力是在韦尔奇之前产生的， 而自从韦尔奇上任之后， “GE的好日子就一去不复返了”。

# 案例：柳传志的“紧张”

- 联想20年前以20万元人民币起家，20年后以12.5亿美元收购美国IBM的个人电脑业务，不管从哪方面讲，都是联想创始人柳传志的成功和骄傲。但是柳传志却感到了前所未有的紧张，这种紧张甚至远远超过了兴奋，和杨元庆号称追赶惠普与戴尔的豪言壮语形成了极大的反差。

# 案例：顾雏军并购科龙资本运作手法

- 2005年，顾雏军登上胡润第二届“胡润资本控制50强”的榜首，而第一届的这个位置是属于德隆唐氏兄弟。顾雏军的资本运作手法相比德隆更具产业话色彩。
- 2003年CCTV中国经济年度人物的颁奖词中说到：他（顾）将竞争对手变成了自己的合作伙伴，并购科龙，控股美菱，他用10亿元的资本杠杆撬动上百亿的企业。他是制冷专家，更是投资“赢”家。

## (六) 公司分立

## 世茂滨江花园的资本财技



许荣茂，**2003**年福布斯中国百富榜第三名，**2004**年又位列胡润强势榜第五位。



控股 / 参股的上市公司：  
世茂股份 (**600823**)、世茂中国(**0649HK**)  
个人资产达**68**亿元，同时掌管着规模达**200**亿元房地产王国。

## 四、资本经营策略

- (一) 有效的资本运营模式特点
- (二) 资本运营的背后支撑力
- (三) 手段和目的

**（一）一种有效的资本运营模式有这样几个基本特点：**

**1、是都有强大的产业支撑，不是完全的股市操作。**

**2、是具有整体的战略设计，不是为了短期的股市炒作。**

**3、是注重资金链条的完整性和现金流的通畅，不是依靠股市的冒险行为。**

**4、是强调资本运营过程中的并购整合策略，不是仅仅关注并购行为本身。**

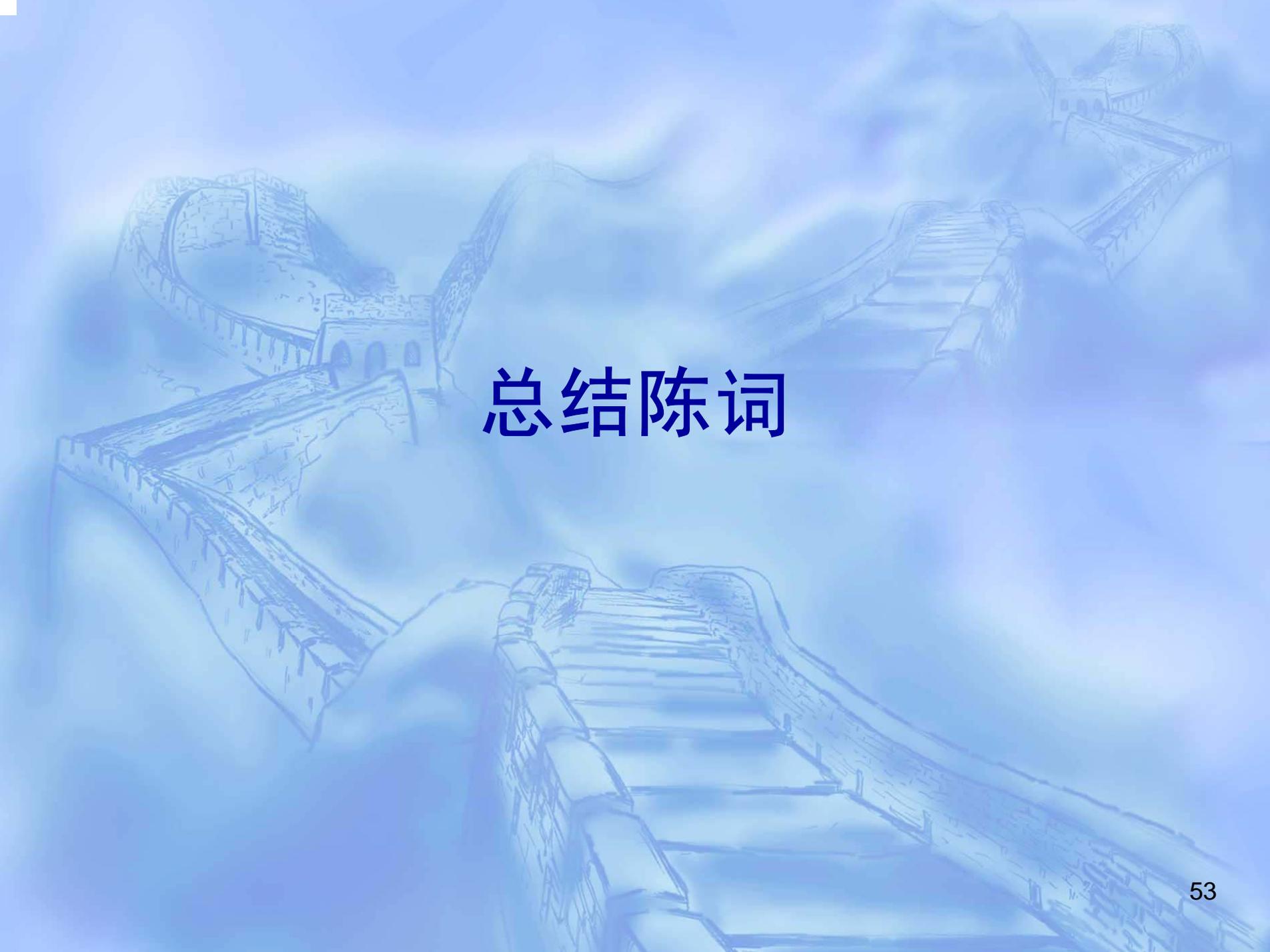
## （二）资本运营的背后支撑力

西方人说，马克思把“资本”留在了西方，把“论”留在了东方。而今，东方不仅在谈论“资本”，而且在实实在在地经营“资本”。

资本运营的核心和背后支撑到底是什么？说白了，应该是核心竞争力和核心控制力。中国现在较多强调核心竞争力而忽略了核心控制力。

### （三）手段和目的

在商品经营过程中，资本经营现象只是在相关条件成熟时发生的个别现象，不可能成为日常性的业务对象。企业必须处理好基础与机会、实力与活力的关系，稳妥把握好商品经营与资本经营的关系，赢得企业的持续稳健发展。就集团性企业而言，子公司理所当然应以商品经营为主，母公司则可根据资本市场的态势和自身资源优势，适度介入资本经营，酌情出击，赢得资本经营的“一桶金”。

The background of the slide is a blue-toned sketch of the Great Wall of China. The wall is depicted as a series of connected stone blocks, winding across a mountainous landscape. The style is a fine-line drawing, giving it a textured, architectural appearance. The overall color palette is a gradient of light to dark blue, creating a serene and historical atmosphere.

# 总结陈词



欢迎提问 谢谢