

资本运营概论

(第二版)

曹永峰 主 编

杨俭英 孟伶云 王怀庭 夏妍艳 副主编

清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

本书是在第一版的基础上修订而成，系统介绍了资本运营的基本知识与基本原理，以及资本运营的各种模式。本书共分为九章，第一章是资本运营概述，主要介绍资本及资本运营的基本内涵，以及资本运营的环境、风险与防范；第二章至第八章重点介绍了资本运营的各种模式，包括企业上市、债券融资、私募股权基金与风险投资、并购、资本重组、资本收缩、债务重组与清算等资本运营模式的最新理论和实务；第九章主要介绍了跨国资本运营的股权经营、合资经营、境外上市、跨国融资、跨国并购与外汇管理等内容。

本书内容精练，层次清晰，系统性、应用性、可读性强，既适合普通高校的经济管理专业本科生使用，又可作为企业管理人员、经济工作人员的参考读物。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目（CIP）数据

资本运营概论 / 曹永峰主编. —2版. —北京：清华大学出版社，2019
普通高校“十三五”规划教材·管理学系列）
ISBN 978-7-302-51978-2

I. ①资… II. ①曹… III. ①资本经营—高等学校—教材 IV. ①F272.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2018）第 294730 号

责任编辑：吴 雷

封面设计：汉风唐韵

版式设计：方加青

责任校对：宋玉莲

责任印制：刘海龙

出版发行：清华大学出版社

网 址：<http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编：100084

社 总 机：010-62770175 邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈：010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者：三河市铭诚印务有限公司

经 销：全国新华书店

开 本：185mm×260mm 印 张：18.75 字 数：454 千字

版 次：2013 年 6 月第 1 版 2019 年 4 月第 2 版 印 次：2019 年 4 月第 1 次印刷

定 价：49.00 元

产品编号：080859-01



第二版前言

党的十八届三中全会提出“使市场在资源配置中起决定性作用”，党的十九大报告中也指出“经济体制改革必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点，实现产权有效激励、要素自由流动、价格反应灵活、竞争公平有序、企业优胜劣汰”，这标志着社会主义市场经济发展进入了一个新阶段。在新时代背景下，资本运营已经成为每一家企业必须面对的重大课题。

本书第一版于2013年出版，至今已经5年。在此期间，我国资本市场不断发展、日益完善，资本运营的规模和深度也随之不断提升，公司上市成为热门话题，公司并购和重组持续火热，不少企业积极探索资产证券化，盘活公司资产，加速资本周转。国家在融资、投资、并购等方面也发布了一些新的规章制度。

本次修订，在保持第一版的特色、框架体系基本不变的前提下，力求反映我国资本市场的新变化，对资本运营的学科理论、政策法规、企业实务等进行更新和充实，增加了大量的案例和背景资料。具体而言，本次修订体现在如下方面。

第一章资本运营概述，主要是重新组织了第三节资本运营环境的相关内容，由第一版的金融市场概述、货币市场、资本市场、外汇市场和投资银行五部分内容整合为金融市场的含义和金融市场的分类两部分内容，并把投资银行并入资本市场的内容中，同时增加了相关案例。

第二章企业上市，首先，把第一版的第二节境外上市调整到第九章跨国资本运营中；其次，新增加了第三节公司退市，主要包括退市的含义、退市的类型和我国上市公司的退市制度三部分内容；最后，新增了九个相关案例。

第三章债券融资，在第一节公司债券中新增加了“公司债券的上市、转让与暂停、终止上市”的内容，并且在每一节中新增了一个案例。

第四章私募股权基金与风险投资，首先，把原第一版标题中的“私募股权投资”修改为“私募股权基金”，然后把第一版中的先叙述风险投资后叙述私募股权投资的顺序调整为先叙述私募股权基金后叙述风险投资，并修订了私募股权基金的相关内容；其次，加入了全新的一节——“第二节 私募股权基金协助企业转型的模式”；最后，还新增加了九个相关案例。

第五章并购，首先，对并购的概念部分进行了修改，增加了并购的动机与案例；其次，对第一版中的第二节并购理论进行了删减；再次，对并购行为决策的内容进行了精简，加入了配套案例；最后，对反并购策略进行了调整，同时每个策略都辅以案例来进行阐述。

第六章资本重组，主要是对第三节企业托管经营的类型按照其内容及经营实体重新分类，新增了“企业托管经营的模式”“企业托管经营的积极效应及存在的问题”等内容，并且新增了相关案例。

第七章资本收缩，主要是根据最新修订的《公司法》，对股份回购的特征进行了修改，增加了相关案例。

第八章债务重组与清算，主要是根据最新修订的《企业会计准则第12号——债务重组》，重新界定了债务重组的含义，增加了相关案例。

第九章跨国资本运营，将原“第三节 跨国并购”调整到“第四节 跨国融资”后面。

本次修订由曹永峰负责，杨俭英参与修订第二章和第三章，王怀庭参与修订第一章和第六章至第九章，夏妍艳参与修订第四章和第五章，孟伶云参与统稿。作者参阅、借鉴了许多专家学者的研究成果，也参考了许多同行的相关教材和案例资料，在此向他们表示衷心的感谢。

经过此次修订，本书有了一定的进步，但由于编者水平有限，书中难免存在疏漏之处，敬请广大读者批评指正。

编者

2018年12月



第一版前言

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，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。资本运营是利用市场法则，以利润最大化和资本增值为目标，以价值管理为核心，通过对资本及其运动所进行的运作和经营活动，实现企业资本的价值增值。

资本运营是市场经济发展到一定阶段的产物。资本运营有助于扩张企业规模，壮大企业实力，以较少的资本调动或支配更多的社会资本；有助于推动企业产品结构的调整，降低企业市场风险，借助市场高效率地调整自身生产经营方向，优化产品结构；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，同时也分散投资的风险。随着我国市场经济体制的不断完善、资本市场的不断成熟，以及我国企业在国际市场上的不断开拓，资本运营已经成为每一家企业都必须面对的重大课题。因此，我们更加迫切需要熟知资本运营的基本知识，理解和掌握资本运营的基本理论和基本方法，了解资本运营领域的最新动态和发展趋势。

本书共分为九章。第一章是对资本运营的概述，主要介绍资本与资本运营的基本内容，以及资本运营的环境、资本运营的风险与防范。第二章和第三章分别介绍企业直接融资最重要的两种形式——企业上市和债券融资。随着我国多层次资本市场的不断完善以及我国企业不断融入国际资本市场的实践，股票的发行上市已成为我国现代企业资本运营的主要方式之一。公司债券作为一项重要的直接融资工具，无论对完善资本市场结构，还是优化公司资本结构都起着非常重要的作用。第四章介绍风险投资与私募股权投资（PE）。风险投资，又称为创业投资，不同于传统的投资活动，有着鲜明的特色、体系和运作模式。从广义的角度来看，风险投资也被认为是私募股权投资的一种。第五章重点介绍并购。并购是企业资本运营的主要方式，是企业实现自身战略意图、实现低成本扩张的根本途径，也是资本市场实现资源优化配置和提高效率的重要手段。第六章至第八章主要介绍资本重组的基本内容与基本方式。资本重组是指企业对其所拥有的资本进行重新配置与组合。资本重组的方式主要有扩张式资本重组、收缩式资本重组以及债务重组与清算。第九章介绍跨国资本运营。跨国资本运营是资本运营在内涵外延上的拓展，是资本运营在空间上的跨越国界，与国内相比，跨国资本运营面对的环境较为复杂，采取的策略也具有其

独特性。

本书是多人共同协作的产物，编写者在多年的本科生教学基础上，经过多次修改补充而成。具体写作分工是：曹永峰第1章、第5章至第9章，杨俭英第2章和第3章，孟伶云第4章。在本书的编写过程中，参阅、借鉴了许多专家学者的研究成果，以及国内外经济管理著作及报纸杂志的相关文章，在此向有关作者表示诚挚的谢意！

本书被立项为浙江省“十一五”重点教材建设项目，同时被立项为湖州师范学院重点建设教材。本书的编写得到了湖州师范学院商学院的大力支持。在出版过程中，清华大学出版社的编辑们付出了大量心血，在此表示衷心的感谢。

由于理论水平有限，以及对于资本运营实务的认识不够深刻，书中疏漏与谬误在所难免，敬请广大读者批评指正。

编 者



目 录

第一章 资本运营概述

第一节 资本	1
一、资本的含义	1
二、资本的特点	3
三、资本的形式	3
四、企业资本的构成	4
第二节 资本运营概述	5
一、资本运营的含义	5
二、资本运营的目标	7
三、资本运营的特点	8
四、资本运营的内容与模式	9
第三节 资本运营的环境	11
一、金融市场的含义	11
二、金融市场的分类	12
第四节 资本运营的风险与管理	21
一、资本运营的风险	21
二、资本运营风险的类型	21
三、资本运营的风险管理	23
复习思考题	26

第二章 企业上市

第一节 企业上市概述	27
一、企业上市的基本概念及其意义	27
二、公司设立与企业改制	31

三、公司股票首次公开发行与上市的程序	34
四、买壳上市	41
五、借壳上市	45
六、核准制与注册制	46
第二节 股利政策	48
一、股利政策的含义	48
二、股利政策的理论	48
三、股利政策的方式	50
四、股利政策种类与发放程序	51
第三节 公司退市	54
一、退市的含义	54
二、退市的类型	56
三、我国上市公司的退市制度	57
复习思考题	62

第三章 债券融资

第一节 公司债券	63
一、公司债券的内涵	63
二、公司债券的理论	64
三、公司债券的基本分类	65
四、公司债券的发行	66
五、公司债券信用评级	69
六、公司债券的上市、转让与暂停、终止上市	71
第二节 可转换公司债券	74
一、可转换公司债券的含义与特性	74
二、可转换公司债券的基本要素	76
三、可转换公司债券发行动机理论	78
四、可转换公司债券的优缺点	79
五、可转换公司债券的价值构成	80
第三节 企业资产证券化	82
一、企业资产证券化的含义	82
二、企业资产证券化的基本原理	85
三、企业资产证券化的基本流程	86
四、企业资产证券化的风险及防范	89
复习思考题	94

第四章 私募股权基金与风险投资

第一节	私募股权基金概述	95
	一、私募股权基金的概念	95
	二、私募股权基金的分类	97
	三、私募股权基金的运作流程分析	99
第二节	私募股权基金协助企业转型的模式	101
	一、参股型成长资本	102
	二、控股型杠杆融资收购	102
	三、管理层融资收购	104
	四、平台收购模式 (buy-and-build)	105
	五、商业结盟开拓新市场	105
	六、价值链延伸及差异化	106
	七、取得先进技术	107
	八、国家战略性产业及新市场	108
	九、小结	109
第三节	风险投资概述	110
	一、风险投资的概念	110
	二、风险投资的特征	112
	三、风险投资对高新技术产业的作用	114
第四节	风险投资决策	115
	一、风险投资决策体系	115
	二、风险投资运作过程	118
	三、风险投资项目评价	119
	复习思考题	124

第五章 并 购

第一节	并购概述	125
	一、并购的概念	125
	二、并购的分类	129
	三、并购的发展历程	131
第二节	并购行为决策	132
	一、企业并购战略	132
	二、企业并购的程序	133
	三、并购的资金筹措	135
	四、并购后整合	138

第三节 并购定价决策	140
一、目标企业的价值评估方法	140
二、企业并购的成本分析	144
三、企业并购的风险分析	145
第四节 反并购策略	147
一、预防型策略	147
二、反应型策略	153
复习思考题	161

第六章 资本重组

第一节 资本重组概述	163
一、资本重组的内涵	163
二、资本重组的内容	164
三、资本重组的方式	165
第二节 战略联盟	168
一、战略联盟的含义	168
二、战略联盟的分类	171
三、战略联盟的理论	175
四、战略联盟的运作	178
五、建立有效联盟管理机制	180
第三节 企业托管经营	184
一、企业托管经营的概念	184
二、企业托管经营的类型	186
三、企业托管的理论依据	187
四、企业托管经营的模式	188
五、企业托管经营运作的基本流程	189
六、企业托管经营的积极效应及存在的问题	190
复习思考题	193

第七章 资本收缩

第一节 资产剥离	194
一、资产剥离的含义	194
二、资产剥离的动因	197
三、资产剥离的类型	199
四、资产剥离的操作程序	199

第二节 公司分立 ·····	202
一、公司分立的含义·····	202
二、公司分立的动因·····	205
三、公司分立对企业价值的损益分析·····	206
四、公司分立的程序·····	207
五、公司分立与资产剥离的比较·····	209
第三节 股份回购 ·····	211
一、股份回购的含义·····	211
二、股份回购的利弊分析·····	212
三、股份回购的理论假说·····	215
四、股份回购的操作方式·····	216
五、股份回购的程序·····	218
复习思考题 ·····	220

第八章 债务重组与清算

第一节 债务重组 ·····	222
一、企业债务概述·····	222
二、债务重组的含义·····	224
三、债务重组的动因·····	225
四、债务重组的方式·····	226
五、债务重组的程序·····	227
第二节 公司清算 ·····	230
一、公司清算的含义·····	230
二、公司清算的类型·····	231
三、公司清算的一般清算程序·····	232
第三节 破产清算 ·····	233
一、企业破产及其流程·····	233
二、破产清算·····	235
复习思考题 ·····	238

第九章 跨国资本运营

第一节 跨国资本运营的股权经营 ·····	240
一、跨国资本运营的股权经营模式简介·····	240
二、跨国股权投资的环境评估·····	241
三、跨国股权投资的战略·····	243

第二节 合资经营	245
一、合资经营概述	245
二、合资企业建立的动机类型	246
三、合资经营的利弊分析	247
四、合资经营企业的建立	248
五、合资经营失败的原因	249
第三节 境外上市	250
一、境外上市概述	250
二、中国企业境外上市的方式	251
三、境外上市主要证券市场简介	253
第四节 跨国融资	259
一、国际证券融资	259
二、国际信贷融资	260
三、国际贸易融资	263
四、国际租赁	265
五、金融互换	269
六、跨国流动资金管理	270
第五节 跨国并购	273
一、跨国并购的概念及分类	273
二、跨国并购的动因	274
三、跨国并购的流程	277
四、跨国并购风险及防范	278
第六节 外汇管理	280
一、外汇管理简述	280
二、外汇风险的分类	281
三、外汇风险管理模式	282
四、外汇风险管理方法	283
复习思考题	285
参考文献	286

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基本内容；第三节主要介绍资本运营的环境；第四节主要介绍资本运营的风险与管理。

学习要点

- 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及管理。

第一节 资 本

20世纪90年代，资本运营这一新名词在我国出现。随着我国改革开放的不断深入，市场经济的不断完善，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快速增长、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进行过深入研究。《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，一种本身就是经济的、产出的耐用投入品。

^① 约翰·特伊韦尔，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.

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。资本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。^①

简言之，从西方经济学的角度看，资本主要是被理解为一种生产要素，资本概念一般是指生产资料。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。西方经济学把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

马克思不仅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，也就是使自身增大或增值。”^②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—定组合的社会关系，并对这些关系网中的物体赋予社会物体的特殊内容。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 $M—C—C'—M'$ 。这两种资本实际上自有货币时就有了，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，这里资本家的才干在于“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 和劳动力，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增值价值，即创造剩余价值。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。”^③

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。

① D. 格林沃尔德. 现代经济词典 [M]. 北京: 商务印书馆, 1981: 362.

② 马克思. 政治经济学批评. 马克思恩格斯全集 (第四十六卷) [M]. 北京: 人民出版社, 1979: 225.

③ 马克思. 资本论 (第一卷) [M]. 北京: 人民出版社, 1963: 845.

但资本作为生产活动中的一个必要条件，它是客观存在的，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，资本可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，这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，其目的是创造利润和价值增值。在资本主义生产方式下，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，而资本对于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，再从实物形式转化到价值形式；资本流动还意味着资本从一个所有者手中流动到下一个所有者手中，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。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，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，各类劳动力等人力资本、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五种形式。

（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，因此也可以称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

实物资本也可称为物质资本，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。固定资产主要是指耐久性生产资料，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）无形资产

无形资产是指能为企业实现盈利目的，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，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，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）知识资本

在会计学领域，知识资本往往与无形资产等同，就像是无形资产的代名词，而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。托马斯·斯图尔特认为，知识资本是企业、组织和国家所拥有的最有价值的资产，知识资本的价值体现在人力资本、结构资本和顾客资本三者之中。知识资本包含了企业实物资源以外的、所有由知识构成的资源所对应的权益，主要包括知识产权、企业文化、企业信念（愿景和战略）、企业制度、品牌等。

（五）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的一种资源总称。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。

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

（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

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），而且还包括资本公积、盈余公积和未分配利润等。

（三）资本的外围层

资本的外围层不仅包括企业所有者权益，而且还包括借入资本。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，也包括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。资本的构成如图 1-1 所示。

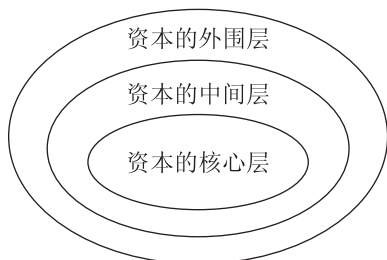


图 1-1 资本的构成

第二节 资本运营概述

一、资本运营的含义

资本运营这一概念产生于我国 20 世纪 90 年代。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 20 世纪初。随着改革开放的不断深入，我国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，它是通过资本层次的资本品流动来实现资源优化配置的。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,可以从广义和狭义两个角度来理解。广义的资本运营是指以价值化、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,实现资本最大限度增值的运营管理方式。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,主要是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)有助于扩张企业规模,壮大企业实力,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,借助市场高效率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,同时也可分散投资的风险。

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、谋求和治理等含义,不仅重视微观的经营管理,也重视宏观的筹划与管理。经营的本意是筹划营造,运作的本意是指运行和工作,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。鉴于在不同名称的书籍中,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。

(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,企业为实现资本增值最大化这一目标的全部活动都包含在内,生产经营自然也包含在内。我们认为,因为资本运营这一概念就是与生产经营相对而提出来的,所以不能无限制地加以泛化。

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、商品市场等市场上进行运作和经营。(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一个或几个主导产品经营，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 清晰地表达出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，都是实现企业价值的最大化；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作为前提条件的，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。由于资本运动的循环往复性，对资本的增值要求，既要考虑短期的目标，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，一方面支付各种成本；另一方面带来各种收益。将所得收益与支付的成本相比，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。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，是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，也可以用于转增资本，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。许多希望扩张生产能力的企业会发现，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，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，不仅要注重利润最大化和股东权益最大化，而且也要注重企业价值最大化。利润最大化、所有者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，才能实现所有者权益最大化，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。利润最大化和所有者权益最大化两种目标易于衡量，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

资本运营是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。它要求以最少的资源和要素投入获取最大的收益，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）资本运营注重风险运营

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，资本运营过程中不仅有经济风险、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，对资本的运动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，是指为支付超过现金的购货款而采取的货币交易手段，或为取得资产而集资所采取的货币手段。通过融资，筹集企业从创建到生存发展所需的资本，使企业得以维持正常的经营，并不断发展壮大。企业创建之初，必须要有本金；维持企业的生存，必须拥有一定规模的资本量；企业要发展壮大，必须要有追加的资本供应。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，也通过发行债券或可转换公司债券、设立基金等进行融资。

2. 资本投资

投资就是将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。实业投资是主要以实业（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。金融投资则主要是指从事购买股票、债券和基金等金融产品的投资活动。产权投资则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

资本运动与增值是指将筹集的资本投入使用，开始资本的运动过程，并在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 $M-C \cdots P \cdots (C+\Delta C) - (M+\Delta M)$ ，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 $M-PR \cdots (PR+\Delta PR) \cdots (M+\Delta M)$ ，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

资本是有社会属性的，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国内外的区分。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

企业的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。其中扩张战略中分为内部积累和外部扩张战略。企业内部积累主要是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因素条件的改善，如改进管理方法、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，外部扩张战略则主要通过并购、战略联盟等形式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，主要通过剥离、分立、股份回购等形式缩小企业规模。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，通常采取资产重组、债务重组等来优化企业资产结构、债务结构等。企业的发展战略如图 1-2 所示。

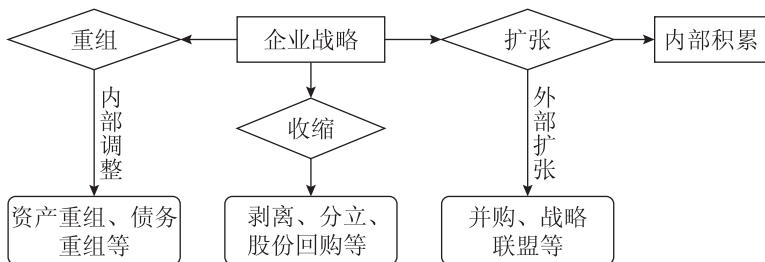


图 1-2 企业发展战略

第三节 资本运营的环境

一、金融市场的含义

在市场经济条件下，资本运营必定是在市场环境中进行的。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，这就是要素市场、商品市场和金融市场。企业的资本从具体内容来看表现为货币资本、实物资本、无形资本等，与上述三类市场都存在特定的联系。资本运营以资本及其运动为对象，与金融市场的联系最为直接和最为密切。

（一）金融市场的概念

金融市场是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。

这里的金融资产是指一切代表未来收益或资产合法要求权的凭证，亦称为金融工具或证券。这些金融工具可以分为两类：（1）债务性证券，是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，则是指不能偿还本金但具有权益要求权的金融资产，如普通股股票等。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，即转化为权益性证券。

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，因而金融市场包括：（1）货币市场，又称为短期资本市场，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、银行同业拆放市场、短期证券市场和贴现市场；（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^①。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。

（二）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。这就需要有一个能将众多的小额资金汇聚起来以形

^① 由于黄金很少作为企业资本运营的工具，因此本书在此不单独进行介绍。

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、企业的发展前景进行投资决策。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，但不是指从总体上消除了风险。

3. 资金供求调节与宏观经济调节

金融市场一头连着资金供给者，另一头连着资金需求者。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。例如，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

（一）货币市场

1. 票据市场与贴现市场

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型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。由于由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，企业必须交纳一定的手续费。这里，银行是第

一责任人，而出票人则负第二责任。需要指出的是，在市场经济发达国家，银行承兑票据其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，简称为贴现市场。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

回购市场是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，和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进行。

3. 银行间拆借市场

银行间拆借市场是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是指国库券市场。

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. 大额可转让存单市场

大额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。可转让大额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

共同基金是将众多的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，则称为货币市场共同基金。

（二）资本市场

1. 股票市场

（1）股票。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，却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。优先股是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。

（2）股票的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。新发行的股票包括初次发行和再发行的股票，前者是公司第一次向投资者出售的原始股，后者是在原始股的基础上增加了新的份额的股票。

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价格和有条不紊秩序的正式组织。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的股票交易活动都可以称为场外交易。场外交易起先主要是在各证券商的柜台上进行的，因此也称为柜台交易。第三市场是指原来在证券交易所上市的股票移到场外进行交易而形成的市场。换言之，是已上市却在证券交易所之外进行交易的股票交易市场，以区别于一般意义上的柜台市场，它是一种店外市场。第四市场是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

（1）债券。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分为政府债券、公司债券和金融债券三大类。政府债券是指中央政府、地方政府发行的债券，它以政府的信誉作担保，因而通常无须抵押品，其风险在各类投资工具中最小。公司债券是公司为了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。

(2) 债券的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，债券发行成本就可以越低。目前，最著名的三大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

(1) 投资基金的概念。投资基金，也称为“共同基金”“互助基金”，是通过发行基金份额，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。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，也可以实现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四点：①成本低，将小额资本汇集起来，具有规模优势；②风险低，将资金分散投资，有效组合降低风险；③投资机会多，专业人士管理，能更好地抓住投资机会；④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。

（2）基金与股票、债券的差异

第一，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。

第二，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。

第三，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，波动性也较股票要小，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

（1）投资银行的概念

① 投资银行的定义

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 1-3 所示。

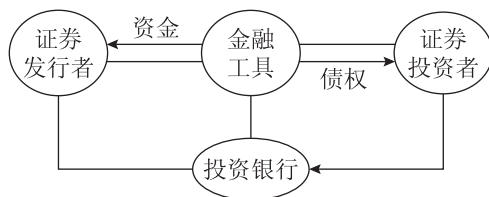


图 1-3 投资银行直接金融中介功能

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。

第一，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。

第二，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，与广义投资银行的定义相比，不包括不动产经纪、保险和抵押业务。

第三，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，与较广义投资银行的定义相比，不包括创业资本、基金管理和风险管理工具等创新业务。

第四，狭义投资银行：狭义投资银行的业务仅指财务顾问（兼并收购、重组、股权转让等咨询服务）和承销（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。日本和我国一样，将专营证券业务的金融机构称为证券公司。

②投资银行的经营模式

投资银行的经营模式有分业经营和混业经营两种模式。

第一，分业经营。分业经营是指对金融机构业务范围进行某种程度的“分业”管制。分业经营有三个层次：其一是指金融业与非金融业的分离；其二是指金融业中银行、证券和保险三个子行业的分离；其三是指银行、证券和保险各子行业内部有关业务的进一步分离。通常所说的分业经营是指第二层次中银行业、证券业和保险业之间的分离，有时特指银行业与证券业之间的分离。

第二，混业经营。混业经营与分业经营相对，是指金融机构在货币和资本市场进行多业务、多品种、多方式的交叉经营和服务的总称。混业经营模式大致可以分为两大类：一种是德国式模式，以全能型的商业银行为本体，全面经营银行、证券、保险业务，最终扩大为金融控股公司；另一种是美国模式，通过设立金融控股公司，将独立的银行、证券、保险公司集其名下。

(2) 投资银行的主要业务

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。

①证券经纪

证券经纪业务是指证券公司通过其设立的证券营业部，接受客户委托，按照客户要求，代理客户买卖证券的业务。证券经纪业务是随着集中交易制度的实行而产生和发展起来的。由于在证券交易所内交易的证券种类繁多，数额巨大，而交易厅内席位有限，一般投资者不能直接进入证券交易所进行交易，因此只能通过特许的证券经纪商作为中介来促成交易的完成。证券经纪业务包含的要素有：委托人、证券经纪商、证券交易所和证券交易对象。在中国，具有法人资格的证券经纪商是指在证券交易中代理买卖证券，从事经纪业务的证券公司。

②证券投资咨询

证券投资咨询是指综合类证券公司为客户提供的有关资产管理、负债管理、风险管理、流动性管理、投资组合设计、估价等多种咨询服务。投资银行的投资咨询业务是联结一级和二级市场、沟通证券市场投资者、经营者和证券发行者的纽带和桥梁。习惯上常将投资咨询业务的范畴定位在对参与二级市场的投资者提供投资意见和管理服务上。有时候，投资银行提供的咨询服务包含在证券承销、经纪、基金管理等业务之中。

③与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问

证券公司的财务顾问业务是其所承担的对公司尤其是上市公司的一系列证券市场业务的策划和咨询业务的总称，主要指在公司的股份制改造、上市、在二级市场再筹资以及发生兼并收购、出售资产等重大交易活动时提供专业性财务意见。

企业兼并与收购已经成为除证券承销与经纪业务之外最重要的业务组成部分。投资银行可以多种方式参与企业的并购活动，包括：寻找兼并与收购的对象、向猎手公司和猎物公司提供有关买卖价格或非价格条款的咨询、帮助猎手公司制订并购计划或帮助猎物公司针对恶意的收购制订反收购计划、帮助安排资金融通和过桥贷款等。此外，并购中往往还包括“垃圾债券”的发行、公司改组和资产结构重组等活动。

④ 证券承销与保荐

证券承销是投资银行最本源、最基础的业务活动。证券公司承销的职权范围很广，包括该国中央政府、地方政府、政府机构发行的债券；该国企业发行的股票和债券；外国政府和公司在该国和世界发行的证券以及国际金融机构发行的证券等。证券公司在承销过程中一般要按照承销金额及风险大小来权衡是否要组团承销和选择承销方式。通常的承销方式有以下四种：

第一，包销。这意味着主承销商和其辛迪加成员同意按照商定的价格购买发行的全部证券，然后再把这些证券卖给客户。这时发行人不承担风险，风险转嫁到了投资银行的身上。

第二，投标承购。它通常是在投资银行处于被动竞争较强的情况下进行的。采用这种发行方式的证券通常都是信用较高，颇受投资者欢迎的证券。

第三，代销。这一般是由于投资银行认为该证券的信用等级较低，承销风险大而形成的承销方式。这时投资银行只接受发行者的委托，代理其销售证券，如在规定的期限计划内发行的证券没有全部销售出去，则将剩余部分返回证券发行者，发行风险由发行者自己承担。

第四，赞助推销。当发行公司增资扩股时，其主要对象是现有股东，但又不能确保现有股东均认购其证券，为防止难以及时筹集到所需资金，甚至引起该公司股票价格下跌，发行公司一般都要委托投资银行办理对现有股东发行新股的工作，从而将风险转嫁给投资银行。

保荐即保举、推荐之意。保荐人是证券市场的一种特有的证券公司，这种证券公司既是企业上市的担保人，又是企业上市的推荐人。保荐人应当遵守业务规则和行业规范，诚实守信，勤勉尽责，对发行人的申请文件和信息披露资料进行审慎核查，督导发行人规范运作。保荐人的资格及其管理办法由国务院证券监督管理机构规定。

⑤ 证券自营

证券自营是证券公司以自主支配的资金或证券，在证券一级市场和二级市场上从事以营利为目的并承担相应风险的证券买卖行为。证券自营业务的范围一般包括以下四个方面：

第一，一般上市证券的自营买卖。上市证券是证券公司自营业务的主要方面。证券公司根据行情变化进行证券自营买卖业务。上市证券的自营买卖具有吞吐量大、流动性强等特点。

第二，一般非上市证券的买卖。一般非上市证券的自营买卖又称柜台自营买卖，主要交易非上市证券。非上市证券主要包括两种情况：一是上市公司的非流通股份；二是非上市公司的股权证。

第三，兼并收购中的自营买卖。证券公司根据市场发展，可以从事投资银行中的兼并收购业务。证券公司可以根据收购对象的潜在价值先行收购，这些收购对象包括上市公司的各种股份以及非上市公司的股权，然后再将所收购股份出售给其他公司。

第四，证券承销业务中的自营买卖。证券承销商在发行业务中一般采取余额包销的方式。证券在发行中由于种种原因若未全额销售，根据协议，余额部分由证券商买入。这种情况多在政策变动和股市疲软时发生。证券公司将择机卖出这部分证券。

⑥ 证券资产管理

资产管理业务，一般是指证券经营机构开办的资产委托管理，即委托人将自己的资产交给受托人、由受托人为委托人提供理财服务的行为。资产管理业务是证券经营机构在传统业务基础上发展的新型业务。国外较为成熟的证券市场中，投资者大都愿意委托专业人士管理自己的财产，以取得稳定的收益。证券经营机构通过建立附属机构，如基金公司来管理投资者委托的资产。投资者将自己的资金交给训练有素的专业人员进行管理，避免了因专业知识和投资经验不足而可能引起的不必要风险，对整个证券市场发展也有一定的稳定作用。

⑦ 其他证券业务

随着资本市场的发展和不断创新，证券私募发行、项目融资、资产证券化、风险投资等都将成为证券公司的业务组成。

第一，证券私募发行。证券的发行方式分作公募发行和私募发行两种，前面所讲的证券承销实际上是公募发行。私募发行又称私下发行，就是发行者不把证券售给社会公众，而是仅售给数量有限的机构投资者，如保险公司、共同基金等。私募发行不受公开发行的规章限制，除能节约发行时间和发行成本外，也能够比在公开市场上交易相同结构的证券给投资银行和投资者带来更高的收益率，所以，近年来私募发行的规模仍在扩大。但同时，私募发行也有流动性差、发行面窄、难以公开上市扩大企业知名度等缺点。

第二，项目融资。项目融资是对一个特定的经济单位或项目策划安排的一揽子融资的技术手段，借款者可以只依赖该经济单位的现金流量和所获收益用作还款来源，并以该经济单位的资产作为借款担保。投资银行在项目融资中起着非常关键的作用，它将与项目有关的政府机关、金融机构、投资者与项目发起人等紧密联系在一起，协调律师、会计师、工程师等一起进行项目可行性研究，进而通过发行债券、基金、股票或拆借、拍卖、抵押贷款等形式组织项目投资所需的资金融通。投资银行在项目融资中的主要工作是：项目评估、融资方案设计、有关法律文件的起草、有关的信用评级、证券价格确定和承销等。

第三，资产证券化。资产证券化是指经过投资银行把某公司的一定资产作为担保而进行的证券发行，是一种与传统债券筹资不同的新型融资方式。进行资产转化的公司称为资产证券发起人。发起人将持有的各种流动性较差的金融资产，如住房抵押贷款、信用卡应收款等，分类整理为一批资产组合，出售给特定的交易组织，即金融资产的买方（主要是投资银行），再由特定的交易组织以买下的金融资产为担保发行资产支持证券，用于收回购买资金，这一系列过程就称为资产证券化。资产证券化的证券即资产证券为各类债务性债券，主要有商业票据、中期债券、信托凭证、优先股票等形式。资产证券的购买者与持

有人在证券到期时可获本金、利息的偿付。证券偿付资金来源于担保资产所创造的现金流量，即资产债务人偿还的到期本金与利息。如果担保资产违约拒付，资产证券的清偿也仅限于被证券化资产的数额，而金融资产的发起人或购买人无超过该资产限额的清偿义务。

第四，风险投资。风险投资又称创业投资，是指对新兴公司在创业期和拓展期进行的资金融通，具有风险大、收益高的特点。新兴公司一般是指运用新技术或新发明、生产新产品、具有很大的市场潜力、可以获得远高于平均利润的利润、但也充满了极大风险的公司。由于高风险，普通投资者往往都不愿涉足，但这类公司又最需要资金的支持，因而为投资银行提供了广阔的市场空间。投资银行涉足风险投资有不同的层次：其一，采用私募的方式为这些公司筹集资本；其二，对于某些潜力巨大的公司有时也进行直接投资，成为其股东；其三，更多的投资银行是设立“风险基金”或“创业基金”以向这些公司提供资金来源。

（三）外汇市场

1. 外汇市场的含义

外汇市场是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 1-4 所示，在这些交易中，外汇经纪人往往起着中介作用。

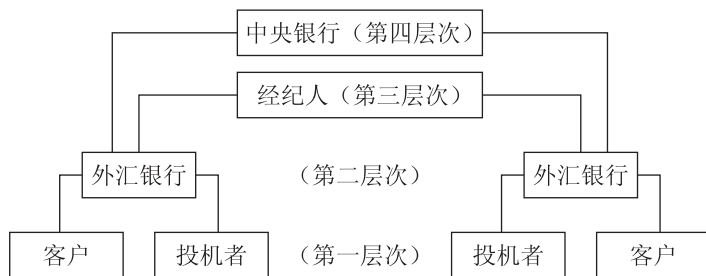


图 1-4 外汇市场的结构

2. 外汇市场的参与者

(1) 中央银行：买进卖出不同外汇来干预汇率。

(2) 外汇银行：①代客买卖，进出口业务相关；②以自己的账户直接买卖。

(3) 客户：个人和公司。

(4) 外汇经纪人：①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；②以自有资金进行买卖，有风险。

(5) 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，这使亚洲一些国家经济陷入困境，居民生活水平下降。

3. 外汇市场的分类

- （1）按交易主体，可将外汇市场分为批发市场和零售市场。
- （2）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。
- （3）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。
- （4）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。

第四节 资本运营的风险与管理**一、资本运营的风险**

资本运营风险是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，风险主要是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。

- （1）资本运营风险产生的主要来自运营环境的复杂性和不确定性。
- （2）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。
- （3）未来收益与期望值的偏差可能为正，也可能为负，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关系，“高风险，高收益；低风险，低收益”，通常说的是风险越大，期望收益越大，大损失的机会也越多；风险越小，期望收益越小，大损失的机会也越少。

二、资本运营风险的类型

资本运营风险可以分为系统性风险和非系统性风险。系统性风险又称为不可分散风险，其特点是由共同的因素所致，影响到所有经济单位，不能通过组合投资来分散。系统性风

险主要包括政策风险、体制风险、经济风险、社会风险等。非系统性风险，又称为可分散风险，其特点是由单个因素所致，影响到个别经济单位，能通过组合投资来分散。非系统性风险主要包括经营风险、行业风险、财务风险、管理风险、技术风险，如表 1-2 所示。

表 1-2 资本运营风险

风险类型	风险因素	
	外部环境	运营主体
政策风险	财政货币政策变化 内外贸易政策变化 资本运营的政府行为 产业结构调整	对国家当前的有关政策缺乏深入研究 对国家政策未来的变动趋势未作预测 对国家政策未来变动趋势预测不准确 对国家政策、法规理解有误
体制风险	政治体制改革未到位 经济体制改革未到位 社会保障体系不健全 就业环境变化	企业缺乏完全的经营决策权 资本运营的决策体制不完善及方法不恰当 下岗职工安置困难
经济风险	通货膨胀 金融危机 宏观经济衰退 资本市场利率（汇率）的变动	对目标企业的资产评估不准 跨国资本运营 过高估计自己的经济实力 目的只是改善当前的经营状况
社会风险	社会价值观念的改变 社会心态的不确定 社会信念改变	与目标企业文化有差异 新的规章制度与运营后的企业不配套 物质文化的整合
经营风险	宏观经济不景气 信息市场不发达	经营方向选择不当 市场预测错误 缺乏市场开发能力 战略规划脱离实际 管理模式选择失误
行业风险	行业内竞争激烈	所处的行业竞争激烈 所处行业竞争对手实力强大
财务风险	资本市场不完善 国家银根紧缩，资金缺乏 税收政策改变	资本过小 投资过大 信用降低 周转资金不足 目标企业的资产负债率过高 资金筹措困难，成本过高
管理风险	国家对企业资本运营的监控系统还未形成 政府主管部门过分干涉	资本运营主体的管理素质不高 对资本运营后目标企业的重整和再造不当 与目标企业管理部门的协调与交流不及时、不顺畅 对目标企业人才资源的处理不当
技术风险	国家科技政策的变化 技术转移和技术商品化速度变快 国家对知识产权的保护情况	对新技术开发方向判断有误 对技术开发投入过大，前景难测 对投入目标企业的技术保护不力

三、资本运营的风险管理

资本运营的环境是变化的，企业必须根据外部环境的变化，进行风险的动态管理。风险管理的目标是通过防范和化解风险，尽量减少风险可能造成的损失，努力实现资本的价值增值。因此，要全面评估资本运营风险，根据对风险的评估和分析，制定风险管理对策，并全面执行风险管理的相关措施，将风险控制在可以承受的范围之内。资本运营风险管理的措施主要有以下四种：

1. 风险回避法

企业在实施资本运营方案时，可以选择风险较小的方案，一方面可以达到回避风险的目的，另一方面也可以通过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。

2. 风险转移法

企业可以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。

3. 风险分散法

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。

4. 风险控制法

风险控制是指对已经发生的风险，通过采取一定的措施来降低风险可能造成的损失程度。企业可以建立风险控制系统，对风险进行预测、分析、监控，以便及时发现和化解风险。

案例 1-1 广东恒健投资控股有限公司：探索国有资本运营新模式

广东恒健投资控股有限公司（以下简称恒健控股公司）成立于2007年8月20日，经广东省人民政府批准设立，由广东省人民政府国有资产监督管理委员会履行出资人职责的国有独资投资控股公司。恒健控股公司成立十余年，从最初注册资本仅0.5亿元，跃升为广东省属净资产最大（截至2017年年底，资产总额2820亿元、净资产1677亿元）的超大型国有企业。恒健控股公司积极发挥“广东省产业运营商”作用，逐渐形成“四位一体+基金”产融结合商业模式。

2018年5月4日，由广东、澳门共同推动设立，重点支持粤港澳大湾区基础设施建设的首期200亿元广东粤澳合作发展基金（以下简称“粤澳基金”）正式签约。粤澳基金的设立，既是粤澳两地在金融合作模式方面的创新尝试，也是广东恒健投资控股有限公司（以下简称“恒健控股公司”）作为粤澳基金管理公司控股方，立足国有资本运营公司和产融结合平台功能定位，全力打造“四位一体+基金”产融结合商业模式的一个重要缩影。

成立十余年，恒健控股公司在实现自身蝶变的同时，积极发挥“广东省产业运营商”

作用，在推进省属国有企业改革、推动广东省产业结构调整升级和创新驱动战略、支持省重大项目和基础设施建设、深化供给侧结构性改革、服务粤港澳大湾区战略等关键领域和重点项目中取得大量实质性成果，为广东经济社会发展大局和国资国企改革作出了积极贡献。

2018年，作为广东省唯一省级国有资本运营公司，恒健控股公司主动肩负起省委、省政府和省国资委交予的重大改革发展任务，做强做优做大基金投资、资本运营、资产管理等核心业务板块，做好“广东省产业运营商”，当好省国资委管资本的“专业操盘手”，在新一轮的国资布局结构调整和国企改革浪潮中勇立潮头，开启新征程。

一、打造数千亿“基金航母”，探索产融结合新模式

2017年2月，恒健控股公司发起设立500亿元规模的珠三角优化发展基金。在不到一年的时间里，该基金就已完成投资项目4个，实际投资24.29亿元，带动投资超过168亿元，给相关企业的转型升级提供了重要的资金支持。

从珠三角优化发展基金，到助力广东乡村振兴的400亿元农业供给侧结构性改革基金，再到布局制造业蓝海市场的200亿元先进制造业基金，以及如今服务大湾区建设的粤澳基金，2017年，恒健控股公司强势布局规模超6000亿元的“基金航母”，通过放大国有资本功能，带动更多社会资本服务全省经济结构调整和产业发展。

“为尽可能发挥恒健控股公司作为广东唯一省级国有资本运营平台对全省经济社会发展的作用，公司不是以自有资本直投项目，而是将其作为引导资金，以基金方式撬动大量社会资本，为广东经济社会发展和国资国企改革服务。”恒健控股公司董事、总经理唐军说。自2012年启动基金业务以来，经过多年的探索，恒健控股公司找到了具有广东特色的国有资本运营公司的独特模式。在唐军看来，这一模式是一种“四位一体+基金”的产融结合商业模式。

“四位一体”即政府、产业、恒健控股公司、金融机构四方角色，恒健控股公司作为产融结合平台，对接各方需求和资源，并提供专业化服务，充分发挥政府和市场两种优势及各个利益相关者各自优势，将政府和国企意图转化为市场可实现的解决方案，并降低风险。

“基金模式”一方面放大了国有资本引导功能；另一方面能够根据资产风险水平灵活设计风险解决方案，满足市场不同风险偏好的资本投资需求。

据唐军介绍，公司成立十余年，已累计支持省重大项目200亿元，支持地市项目189亿元，投入省战略新兴产业9.3亿元，支持省属企业改革发展105亿元，投入130亿元引导央企在粤投资，在境内外平台投入30亿元布局金控，曾为两家省属国企通过借壳上市打造了两个上市平台，全力配合省国资委实施50家省属国企体制机制改革试点工作，布局超6000亿元规模的基金生态群。

二、做改革“推手”和资本“巧手”，创新国企改革广东模式

在国企和市场的眼中，恒健控股公司往往会以“白衣骑士”的形象出现，即在相关企业发展的关键阶段、特殊时期，选择与企业一起应对挑战、把握机遇，帮助企业改革

发展，由此深得政府和企业信任。

2014年广东启动50家省属二三级国企体制机制创新试点工作。借助此轮试点，恒健控股公司以广东国有企业重组发展基金为抓手，成功打造出国企改革“产业规划+资本结构优化+机制激活+证券化”广东模式，受到了各方的认可。

当前，这片国企改革“试验田”正迎来收获季。截至2017年年末，国企发展母子基金规模合计39.11亿元，母基金实缴规模9亿元，累计完成基金入股18家，完成股份制改造工作15家，实施员工持股18家，累计投资金额近6亿元。

既要做好改革“推手”，还要打通跨境融资渠道，练就投融一体的资本“巧手”。自成立之初试水重整粤美雅并一举奠定自身地位之后，恒健控股公司开始更多地在资本市场展示身手，以价值投资为理念，帮助企业改革发展，助力打造核心竞争力强的行业领军企业，推动广东产业转型升级，支持国资骨干企业做强做大。

迄今颇有影响的案例是，2010年恒健控股公司果断参与TCL定向增发，支持其8.5代薄膜晶体管液晶显示器件生产线项目在省内建设，为推动广东省产业转型升级、加快培育战略性新兴产业作出积极贡献；2012年又参与格力电器定增，助其扩展销售渠道。2017年，恒健控股公司更是成功参与上汽集团定向增发，积极切入上海国企改革，并成功参与盈峰环境定向增发，以实际行动践行“绿水青山就是金山银山”的理念。

不仅如此，恒健控股公司也通过行使股东权利，积极参与持股央企的决策管理，通过持续增资、供给侧结构性改革以及金融资本支持等方式增强央企在粤投资。目前，恒健控股公司持有中广核、南方电网、中航通飞、韶钢、湛钢等央企股权，2017年，这些央企经营指标总体良好，尤其是韶钢，在2017年转型升级的第一年，淘汰落后产能100多万吨，全年实现营业收入261亿元，同比上升72%，实现净利润25.6亿元，同比增长约13倍，创下了韶钢建厂以来的历史新高。

担当好国企改革“推手”和国有资本运作“巧手”，恒健控股公司有何底气？

“我们拥有两大核心优势：信用优势和融资优势。”唐军指出：一方面，恒健控股公司凭借优质基础资产和在境内获得AAA信用评级、境外获得中国国家主权信用级别的优势，可聚集各金融机构和金融市场巨量资本对接广东发展项目；另一方面，依靠巨量资产规模和低资产负债率，使恒健控股公司平台具备强大的融资能力。

正是凭借这些优势，近年来，恒健控股公司不断提升资本运营能力，在省属国企改革、资本市场业务、建设跨境融资平台等多个领域实现创新发展。展望未来，“我们希望成为中国一流的国有资本运营平台，最优秀的省属国有资产管理平台，广东省最大的战略性新兴产业孵化平台”，唐军说。

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）



二、简答题

1. 简述资本运营的内容。
2. 简述投资基金的特点。
3. 请列举投资银行的主要业务。
4. 举例说明金融市场的功能有哪些？

三、论述题

试论述资本运营的风险类型及管理措施。

第二章 企业上市

内容提要

企业股权融资和债权融资是直接融资最重要的两种主要形式。随着我国多层次资本市场的不断完善以及我国企业不断融入国际资本市场的实践，股票的发行上市已成为我国现代企业资本运营的主要方式之一。本章第一节重点介绍了企业股票发行上市的基本知识；第二节主要介绍了上市企业的股利政策；第三节主要介绍了上市公司的退市制度。

学习要点

- 掌握企业上市的含义；
- 熟悉股票首次公开发行与上市的程序；
- 了解买壳上市与借壳上市的基本程序；
- 了解股利政策的基本含义；
- 熟悉相关的退市制度。

第一节 企业上市概述

一、企业上市的基本概念及其意义

（一）企业上市与上市公司

1. 企业上市与上市公司的含义

企业上市是指股份有限公司发行的股票经过证券管理部门批准在证券交易所上市交易，实现公司的社会化。相对应的，上市公司就是指其股票在证券交易所上市交易的股份有限公司。公司股票上市交易是企业资本运营的高级形式，有条件的企业应积极争取上市。

在我国，企业的上市与企业的股票公开发行往往是同时进行的。公司在申请公开发行股票的同时也申请其获准发行的流通股在交易所上市交易，因此，首次直接上市往往与首次公开发行（initial public offering, IPO）紧密相连。股票发行是向投资人出售股份、募集资金的过程，而股票上市是连接股票发行和股票交易的“桥梁”。

2. 上市公司的特点

（1）上市公司是股份有限公司。股份有限公司可以是非上市公司，但上市公司必须首先是股份有限公司。

（2）上市公司要经过政府主管部门的批准。按照《中华人民共和国公司法》的规定，股份有限公司要上市必须经过国务院或者国务院授权的证券管理部门批准，未经批准的，

不得上市。

(3) 上市公司发行的股票在证券交易所交易。发行的股票不在证券交易所交易的不是上市股票。

从国际经验来看，世界知名的大企业几乎全是上市公司。例如，美国 500 家大公司中有 95% 的是上市公司。

3. 上市公司与非上市公司的区别

(1) 与一般的非上市公司相比，上市公司可利用证券市场进行筹资，广泛地吸收社会上的闲散资金。

(2) 相对于非上市股份公司，上市公司对财务披露要求更为严格。

(3) 上市公司的股份可以在证券交易所中挂牌自由交易流通（全流通或部分流通，每个国家的制度不同），非上市公司股份只能协议转让，不可以在证交所交易流通。

(4) 上市公司和非上市公司的问责制度不一样。上市公司将接受公众监督和各种监管。

(5) 公司上市必须具备一定的条件。根据中国证券监督管理委员会颁布的《首次公开发行股票并上市管理办法》，发行人自股份有限公司成立后，持续经营时间应当在 3 年以上；最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3 000 万元；最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5 000 万元；或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元；发行前股本总额不少于人民币 3 000 万元等。上市公司经营不善、发生重大违规或达不到上市条件时，则必须退市。

(6) 上市公司能取得整合社会资源的权利，如公开增发股票，非上市公司则没有这个权利。

（二）上市路径与上市地

1. 上市路径

(1) 境内发行人民币普通股（A 股）。A 股是由中国境内的公司发行，供境内机构、组织或个人（不含台、港、澳投资者）以人民币认购和交易的普通股股票。A 股不是实物股票，以无纸化电子记账，实行“T+1”交割制度，有涨跌幅（10%）限制，参与投资者为中国大陆机构或个人。

按投资主体来分，我国上市公司的股份可以分为国有股、法人股和社会公众股。其中，国有股是指有权代表国家投资的部门或机构以国有资产向公司投资形成的股份，包括公司现有国有资产折算成的股份；法人股是指企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体以其依法可经营的资产向公司非上市流通股部分投资所形成的股份，根据法人股认购的对象，可将法人股分为境内发起法人股、外资法人股和募集法人股三个部分；社会公众股是指股份公司采用募集设立方式设立时向社会公众（非公司内部职工）募集的股份，也即社会公众依法以其拥有的财产投入公司时形成的可上市流通的股份。

我国国有股和法人股目前还不能上市交易。国家股东和法人股东要转让股权，可以在法律许可的范围内，经证券主管部门批准，与合格的机构投资者签订转让协议，一次性完成大宗股权的转移。由于国家股和法人股占总股本的比重大，在大多数情况下，要取得一

家上市公司的控股权，收购方需要从原国家股东和法人股东手中协议受让大宗股权。近年来，随着兼并收购、买壳、借壳等资产重组活动的展开，国有股、法人股的转让行为也逐渐增多。

除少量公司职工股、内部职工股及转配股上市流通受一定限制外，绝大部分的社会公众股都可以上市流通交易。

(2) 境外发行外资股并在境内上市(B股)。B股的正式名称是人民币特种股票。它是以人民币标明面值，以外币认购和买卖，在中国境内(上海、深圳)证券交易所上市交易的外资股。B股公司的注册地和上市地都在境内，2001年前投资者限制为境外人士，2001年之后，开放境内个人居民投资B股。自2000年后B股已经停止发行。

2. 上市地

中国境内上市地：上海证券交易所和深圳证券交易所。上海证券交易所成立于1990年11月26日，同年12月19日开业，经过多年发展，已成为拥有股票、债券、基金、衍生品四大类证券交易品种、市场结构较为完整的证券交易所。深圳证券交易所于1990年12月1日开始营业，是经国务院批准设立的全国性证券交易场所，注重支持科技企业、中小企业和民营企业发展。

(三) 企业上市的意义

股份制是近代以来出现的一种企业组织形态，是市场经济发展的产物和要求。相对于家族企业、合伙企业等其他企业组织形式，股份制优势十分明显。股份制通过股权的多元化，有效分散了集中投资所产生的巨大风险；通过把分散资本积聚成巨额资本，适应了社会化大生产的需要；通过股票的自由买卖，实现了资本的流动和资源的优化配置。许多优秀的企业通过股份制改造和发行上市，借助资本市场的力量，迅速发展壮大，成为商界巨头和行业旗帜。从国际经验来看，世界知名的大企业几乎全是上市公司。因此，上市对于企业的发展来说具有极其重要的战略意义，表现在以下几个方面。

1. 利用资本市场可以推动企业实现规范发展

企业改制上市的过程，就是企业明确发展方向、完善公司治理、夯实基础管理、实现规范发展的过程。企业改制上市前，要分析内外部环境，评价企业优势劣势，找准定位，使企业发展战略清晰化。改制过程中，保荐人、律师事务所和会计师事务所等众多专业机构为企业出谋划策，通过清产核资等一系列过程，帮助企业明晰产权关系，规范纳税行为，完善公司治理、建立现代企业制度。企业改制上市后，要围绕资本市场发行上市标准努力“达标”和“持续达标”，同时，上市后的退市风险和被并购的风险，能促使高管人员更加诚实守信、勤勉尽责，促使企业持续规范发展。

上市后，企业可以建立以股权为核心的完善的激励机制，吸引和留住核心管理人员以及关键技术人才，为企业的长期稳定发展奠定基础。

2. 利用资本市场可使企业获得长期稳定的资本性资金

企业通过发行股票进行直接融资，可以打破融资瓶颈束缚，获得长期稳定的资本性资金，改善企业的资本结构；可以借助股权融资独特的“风险共担，收益共享”机制实现

股权资本收益最大化；还可以通过配股、增发、可转债等多种金融工具实现低成本的持续融资。

与银行贷款等间接融资方式不同，直接融资筹得的资金既不用付利息，亦没有偿还时限的压力，使企业能够无忧地扩展业务。企业可以投入更多资金用于研发，企业上市将有效地增强企业创业和创新的动力和能力。

【案例 2-1】

深圳万科企业股份有限公司于 1988 年首次上市时融资额为 2 800 万元，直接融资使其在短期内获得了巨额资金，实现百亿元乃至千亿元的跨越式发展，从一个名不见经传的小公司发展成为房地产业巨头，2016 年公司首次跻身《财富》“世界 500 强”，位列榜单第 356 位；2017 年位列榜单第 307 位。

3. 企业上市可以有效提升企业的品牌价值和市场影响力

从传统意义上讲，企业传播品牌或形象主要有三个途径：口碑、广告和营销（或公共关系）。而实际上，公开发行与上市具有更强的品牌传播效应。进入资本市场表明企业的成长性、市场潜力和发展前景得到承认，本身就是荣誉的象征。同时，改制上市对企业的品牌建设作用巨大。路演和招股说明书可以公开展示企业形象；每日的交易行情、公司股票的涨跌，成为千百万投资者必看的公司广告；媒体对上市公司拓展新业务和资本市场运作新动向的追踪报道，能够吸引成千上万投资者的眼球；机构投资者和证券分析师对企业的实时调查、行业分析，可以进一步挖掘企业潜在价值。

4. 企业上市可以发现公司的价值，实现公司股权的增值

股票上市，相当于为公司“证券化”的资产提供了一个交易平台，增强了公司股票的流动性，通过公开市场交易有利于发现公司的价值，实现公司股权的增值，为公司股东、员工带来财富。上市后股票价格的变动，会形成对公司业绩的一种市场评价机制，也会成为公司并购的重要驱动力，对公司管理层形成有效的鞭策作用。对于业绩优良、成长性高、讲诚信的公司，其股价会保持在较高的水平上，不仅能够以较低的成本持续筹集大量资本，不断扩大经营规模，而且可以将股票作为工具进行并购重组，进一步培育和发展公司的竞争优势和竞争实力，增强公司的发展潜力和发展后劲，进入持续快速发展的通道。而对于管理不善的公司来说，在价格机制的引导下，资本流向好公司，逐渐淘汰差公司，股价的下跌使公司面临着随时被收购的命运。

总之，上市可以实现企业资产的证券化，大大增强资产流动性，公司股东和管理层可以通过出售部分股权等获得巨额收益。上市后公司并购的手段得到拓宽，可以发行股票将上市股份作为支付手段进行并购。对于那些希望通过并购获得成长的企业来说，其重要性是不言而喻的。

上市也有一定的负面影响。①上市费用较高，且时间较长。公司发行股票尤其是上市前引进战略投资者时，会把股票价格定得低一些，这也是公司支付的成本。②上市公

司需要定期公布上市公司的财务报表及投资项目等信息，上市公司需要让股民知道拿着他们投入的钱干了什么。同时，竞争对手也会看到上市公司的这些数据，因此保密性不强。③上市公司有被恶意收购或控股的风险，其创新商业模式或核心技术有被模仿的风险。

二、公司设立与企业改制

由于历史和体制的原因，在我国证券市场上上市的企业大多都是新设股份制企业，这是因为在我国大部分企业都是非股份制企业，要想实现企业的上市就必须对原有的企业所有制形式、组织形式等进行改造，使之成为股份制企业。也只有如此，企业才有可能上市。

（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、公司设立、公司成立。实际上，公司的设立与一般公司开办、公司成立是有区别的。

所谓公司的开办，是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，是指公司创办人，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，是指公司的法人资格，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一样的，都是为使公司取得法人资格，只不过设立是为达到目的而实施的行为，成立是设立行为最后达到目的的结果。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的不同，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。特许设立主义是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。准则主义是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；近年来对该原则进行了完善，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。我国《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. 公司设立的方式

公司设立的方式基本为两种，即发起设立和募集设立。发起设立，是指由发起人认购公司应发行的全部股份而设立公司，主要有以下两种情况：一是新设设立，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，然后采取对企业进行增资扩股等方式改制为符合《公司法》规定的股份有限公司。

募集设立，是指由发起人认购公司发行的部分股份，其余股份向社会公开发行或向特定对象发行，从而设立公司。募集设立既可以通过向社会公开发行股票的方式设立，也可以是不发行股票而只向特定对象募集而设立。这种方式只为股份有限公司设立之方式。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。例如，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。我国的规定比例是 35%。

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。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 2 人以上 200 人以下为发起人，其中须有过半数的发起人在中国境内有住所。

(2) 有符合公司章程规定的全体发起人认购的股本总额或者募集的实收股本总额。法律、行政法规以及国务院决定对股份有限公司注册资本实缴、注册资本最低限额另有规定的，从其规定。

(3) 股份发行、筹办事项符合法律规定。

(4) 发起人制定公司章程，并经创立大会通过。发起人应根据《公司法》《上市公司章程指引》的要求制定章程草案并提交创立大会表决通过。

(5) 有公司名称，建立符合股份有限公司要求的组织机构。拟设立的股份有限公司应当依照工商登记的要求确定公司名称，并建立股东大会、董事会、监事会和经理等组织机构。

(6) 有固定的生产经营场所和必要的生产经营条件。

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 2-1 所示。

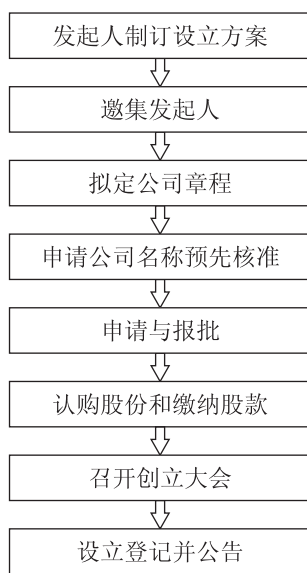


图 2-1 设立股份有限公司的程序

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。

（二）企业改制

1. 企业改制的含义

企业改制是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，使其在客观上适应企业发展的新的需要的过程。在我国，一般是将原单一所有制的国有、集体企业改为多元投资主体的公司制企业和股份合作制企业或者是内外资企业互转。

企业改制也指企业所有制的改变。通常我们所提到的企业改制是指国有企业的改制，但广义上也包括其他性质企业的改制，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，特别是随着企业上市的需求增大，很多企业将上市股份有限公司作为自己的改制目标。

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几种：

（1）整体改制方式。整体改制是较为简单的改制方式，是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。部分改制是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，是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，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. 企业改制为股份有限公司需要经过的程序

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 2-2 所示。

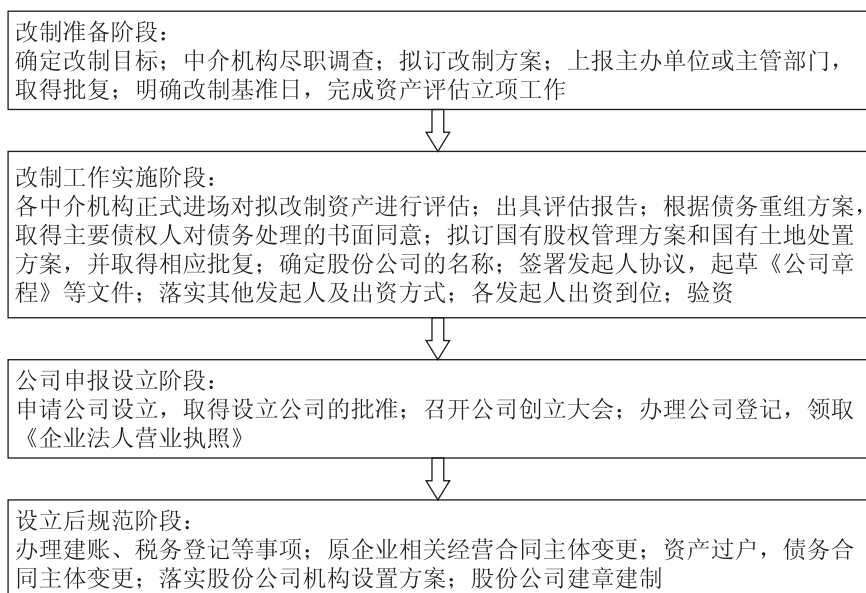


图 2-2 企业改制为股份有限公司的程序

三、公司股票首次公开发行与上市的程序

公司股票发行与上市必须符合法定的程序，并遵守《证券法》《公司法》和中国证监会于 2018 年 6 月 6 号修改公布的《首次公开发行股票并上市管理办法》和《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》的相关规定。股票发行与上市的一般程序分为四个阶段，如图 2-3 所示。

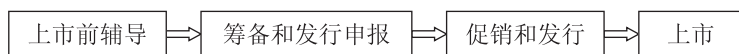


图 2-3 公司股票发行与上市程序

（一）上市前辅导

在取得营业执照之后，股份公司依法成立。按照《证券发行上市保荐业务管理办法》

（中国证券监督管理委员会【第 63 号令】）的有关规定，拟公开发行业股票的股份有限公司在向中国证监会提出股票发行申请前，发行人应当聘请具有保荐机构资格的证券公司履行保荐职责。保荐机构在推荐发行人首次公开发行股票并上市前，应当对发行人进行辅导。保荐机构辅导工作完成后，应由发行人所在地的中国证监会派出机构进行辅导验收。上市前辅导程序如图 2-4 所示。

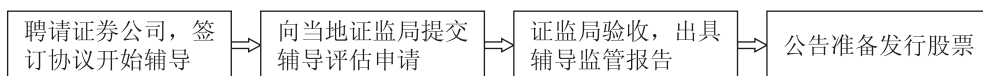


图 2-4 上市前辅导程序

2. 辅导内容

（1）对发行人进行辅导，对发行人的董事、监事和高级管理人员、持有 5% 以上股份的股东和实际控制人（或者其法定代表人）进行系统的法规知识、证券市场知识培训。

（2）督促股份公司按照有关规定初步建立符合现代企业制度要求的公司治理基础。

（3）核查股份公司在设立、改制重组、股权设置和转让、增资扩股、资产评估、资本验证等方面是否合法、有效，产权关系是否明晰，股权结构是否符合有关规定。

（4）督促股份公司实现独立运营，做到业务、资产、人员、财务、机构独立完整，主营业务突出，形成核心竞争力。

（5）督促股份公司规范与控股股东及其他关联方的关系。

（6）督促股份公司建立和完善规范的内部决策和控制制度，形成有效的财务、投资以及内部约束和激励制度。

（7）督促股份公司建立、健全公司财务会计管理体系，杜绝会计造假。

（8）督促股份公司形成明确的业务发展目标和未来发展计划，制定可行的募股资金投向及其他投资项目的规划。

（9）对股份公司是否达到发行上市条件进行综合评估，协助开展首次公开发行股票的准备工作的。

（二）筹备和发行申报

1. 准备工作

（1）聘请律师和具有证券业务资格的注册会计师分别着手开展核查验证和审计工作。

（2）和保荐机构共同制订初步发行方案，明确股票发行规模、发行价格、发行方式、募集资金投资项目及滚存利润的分配方式，并形成相关文件以供股东大会审议。

（3）对募集资金投资项目的可行性进行评估，并出具募集资金可行性研究报告；需要相关部门批准的募集资金投资项目，要取得有关部门的批文。

（4）对于需要环保部门出具环保证明的设备、生产线等，应组织专门人员向环保部门申请环保测试，并获得环保部门出具的相关证明文件。

（5）整理公司最近 3 年的所得税纳税申报表，并向税务部门申请出具公司最近 3 年是否存在税收违规的证明。

2. 申报股票发行所需主要文件

主要文件包括：（1）招股说明书及招股说明书摘要；（2）最近3年审计报告及财务报告全文；（3）股票发行方案与发行公告；（4）保荐机构向证监会推荐公司发行股票的函；（5）保荐机构关于公司申请文件的核查意见；（6）辅导机构报证监局备案的《股票发行上市辅导汇总报告》；（7）律师出具的法律意见书和律师工作报告；（8）企业申请发行股票的报告；（9）企业发行股票授权董事会处理有关事宜的股东大会决议；（10）本次募集资金运用方案及股东大会的决议；（11）有权部门对固定资产投资项目建议书的批准文件（如需要立项批文）；（12）募集资金运用项目的可行性研究报告；（13）股份公司设立的相关文件；（14）其他相关文件，主要包括关于改制和重组方案的说明、关于近三年及最近的主要决策有效性的相关文件、关于同业竞争情况的说明、重大关联交易的说明、业务及募股投向符合环境保护要求的说明、原始财务报告及与申报财务报告的差异比较表及注册会计师对差异情况出具的意见、历次资产评估报告、历次验资报告、关于纳税情况的说明及注册会计师出具的鉴证意见、大股东或控股股东最近一年及一期的原始财务报告等。

3. 核准程序

首次公开发行股票的核准程序如图2-5所示。其中，申报时，发行人应当按照中国证监会的有关规定制作申请文件，由保荐人保荐并向中国证监会申报；中国证监会收到申请文件后，在5个工作日内作出是否受理的决定；中国证监会受理申请文件后，由相关职能部门对发行人的申请文件进行初审；中国证监会在初审过程中，将征求发行人注册地省级人民政府是否同意发行人发行股票的意见；发行人申请首次公开发行股票的，在提交申请文件后，应当按照国务院证券监督管理机构的规定预先披露有关申请文件，发行人可以将招股说明书（申报稿）刊登于其企业网站，但披露内容应当与中国证监会网站发布的内容完全一致，且不得早于在中国证监会网站的披露时间；发行审核委员会审核，发行审核委员会由国务院证券监督管理机构的专业人员和所聘请的该机构外的有关专家组成，以投票方式对股票发行申请进行表决，提出审核意见；中国证监会依照法定条件对发行人的发行申请作出予以核准或者不予核准的决定，并出具相关文件。

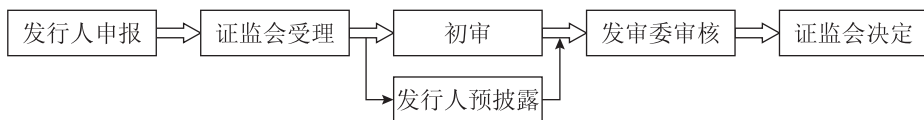


图 2-5 公司首次公开发行股票的核准程序

自中国证监会核准发行之日起，发行人应在6个月内发行股票；超过6个月未发行的，核准文件失效，须重新经中国证监会核准后方可发行。此外，发行申请核准后、股票发行结束前，发行人发生重大事项的，应当暂缓或者暂停发行，并及时报告中国证监会，同时履行信息披露义务。影响发行条件的，应当重新履行核准程序。股票发行申请未获核准的，自中国证监会作出不予核准决定之日起6个月后，发行人可再次提出股票发行申请。

根据《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，在创业板上市不需要征求发行人注册地省级人民政府是否同意发行人发行股票的意见。

（三）促销和发行

1. 询价

首次公开发行股票，可以通过向网下投资者询价的方式确定股票发行价格，也可以通过发行人与主承销商自主协商直接定价等其他合法可行的方式确定发行价格。发行人和主承销商应当在招股意向书（或招股说明书）和发行公告中披露本次发行股票的定价方式。

发行申请经中国证监会核准后，发行人应公告招股意向书和发行公告，开始进行推介和询价，并通过互联网向公众投资者进行推介。询价分为初步询价和累计投标询价两个阶段。发行人及其主承销商应当通过初步询价确定发行价格区间，在发行价格区间内通过累计投标询价确定发行价格。首次发行的股票在中小企业板上市的，发行人及其主承销商可以根据初步询价结果确定发行价格，不再进行累计投标询价。

初步询价结束后，公开发行股票数量在4亿股以下、提供有效报价的询价对象不足20家的，或者公开发行股票数量在4亿股以上、提供有效报价的询价对象不足50家的，发行人及其主承销商不得确定发行价格，并应当中止发行。

2. 路演推介

在发行准备工作已经基本完成，并且发行审查已经原则通过（有时可能是取得附加条件通过的承诺）的情况下，主承销商（或全球协调人）将安排承销前的国际推介与询价，此阶段的工作对于发行、承销成功具有重要的意义。这一阶段的工作主要包括以下几个环节：

（1）预路演。预路演是指由主承销商的销售人员和分析师去拜访一些特定的投资者，通常为大型的专业机构投资者，对他们进行广泛的市场调查，听取投资者对于发行价格的意见及看法，了解市场的整体需求，并据此确定一个价格区间的过程。为了保证预路演的效果，必须从地域、行业等多方面考虑抽样的多样性，否则询价结论就会比较主观，不能准确地反映出市场供求关系。

（2）路演推介。路演是在主承销商的安排和协助下，主要由发行人面对投资者公开进行的、旨在让投资者通过与发行人面对面的接触更好地了解发行人，进而决定是否进行认购的过程。通常在路演结束后，发行人和主承销商便可大致判断市场的需求情况。

（3）簿记定价。簿记定价主要是统计投资者在不同价格区间的订单需求量，以把握投资者需求对价格的敏感性，从而为主承销商（或全球协调人）的市场研究人员对定价区间、承销结果、上市后的基本表现等进行研究和分析提供依据。

以上环节完成后，主承销商（或全球协调人）将与发行人签署承销协议，并由承销团成员签署承销团协议，准备公开募股文件的披露。

（四）上市

1. 拟定股票代码与股票简称

股票发行申请文件通过发审会后，发行人即可提出股票代码与股票简称的申请，报证券交易所核定。

2. 上市申请

发行人股票发行完毕后，应及时向证券交易所上市委员会提出上市申请，并需提交下列文件：①上市申请书；②中国证监会核准其股票首次公开发行的文件；③有关本次发行上市事宜的董事会和股东大会决议；④营业执照复印件；⑤公司章程；⑥经具有执行证券、期货相关业务资格的会计师事务所审计的发行人最近3年的财务会计报告；⑦首次公开发行结束后，发行人全部股票已经中国证券登记结算有限责任公司托管的证明文件；⑧首次公开发行结束后，具有执行证券、期货相关业务资格的会计师事务所出具的验资报告；⑨关于董事、监事和高级管理人员持有本公司股份的情况说明和《董事（监事、高级管理人员）声明及承诺书》；⑩发行人拟聘任或者已聘任的董事会秘书的有关资料；⑪首次公开发行后至上市前，按规定新增的财务资料和有关重大事项的说明（如适用）；⑫首次公开发行前已发行股份持有人，自发行人股票上市之日起1年内持股锁定证明；⑬相关方关于限售的承诺函；⑭最近一次的招股说明书和经中国证监会审核的全套发行申报材料；⑮按照有关规定编制的上市公告书；⑯保荐协议和保荐人出具的上市保荐书；⑰律师事务所出具的法律意见书；⑱交易所要求的其他文件。

3. 审查批准

证券交易所在收到发行人提交的全部上市申请文件后7个交易日内，作出是否同意上市的决定并通知发行人。

4. 签订上市协议书

发行人在收到上市通知后，应当与证券交易所签订上市协议书，以明确相互间的权利和义务。

5. 披露上市公告书

发行人在股票挂牌前3个工作日内，将上市公告书刊登在中国证监会指定报纸上。

6. 股票挂牌交易

申请上市的股票将根据证券交易所安排和上市公告书披露的上市日期挂牌交易。一般要求，股票发行后7个交易日内挂牌上市。

7. 后市支持

需要券商等投资机构提供企业融资咨询服务、行业研究与报道服务、投资者关系沟通等。

【案例2-2】

中国农业银行IPO案例分析

一、公司背景

中国农业银行是我国四大国有商业银行之一，在国民经济和社会发展中扮演着十分重要的角色。虽然在1951年，中国农业银行已经成立，当时称为农业合作银行，但是由于中国农业银行长期担负着中国“三农”发展问题，各种政策性业务制约着其发展。因此，农行真正的商业化道路起步很晚，至今为止也不过十几年的时间，就在2010年，农业银行在完成政策性业务及不良资产的剥离以及股份制改造后，在A股和H股同时

成功上市。

二、农行 IPO 前的准备

农行上市前的准备可以分为商业化改革过程、对不良资产的剥离过程、补充资本金的过程和公司治理改革四个过程。

1. 商业化改革过程

1980年，农行开始进行商业化改革。1994年，中国农业发展银行成立。农业银行把农业政策性贷款和负债余额向农业发展银行进行划转。1997年，农业银行确立以利润为核心的经营目的，从此农业银行正式步入现代商业银行的行列。

2. 对不良资产的剥离过程

1998年，农行开始在政府的指导下，逐渐剥离其不良资产给四大资产管理公司，除此之外，农行还通过对外打包出售，资产证券化，提取呆账准备金等方式，对其不良资产进行处置。截至2009年年底，农行不良贷款率已经降低到2.91%，已经低于国有银行上市要求的10%。

3. 补充资本金的过程

除了政府向农业银行注资外，农业银行还通过其他途径来补充资本金。2008年，中央汇金投资公司向农业银行注资1300亿元。2009年，农业银行发行了500亿元次级债，以此来提高资本充足率，增强营运能力，提高抗风险能力。

4. 公司治理改革过程

2009年1月15日，中国农业银行整体改制为中国农业银行股份有限公司，注册资本为2600亿元人民币，此时中央汇金投资有限责任公司和财政部代表国家各持有中国农业银行股份有限公司50%股权。中国农业银行股份有限公司按照国家有关法律法规，制定了新的公司章程，以“三会分设、三权分开、有效制衡”为原则，形成“三会一层”（股东大会、董事会、监事会和高级管理层）的现代公司法人治理架构。2009年11月，中国农业银行股份有限公司在香港成立农银国际控股有限公司，成为其全资附属机构，注册资本近30亿港元。

三、农行上市情况

农行上市可分为上市策划、承销商选择、上市定价和最终上市四个过程。

1. 上市策划

农业银行的主要业务是立足于大陆本土的，且肩负了支持三农这样的政策性任务，在国内进行募股融资也将是一个必然的选择。在国际化方面，周边地区如香港、东南亚等将是农行走向国际的重点区域。选择在香港联交所上市将是必然选择。之前上市的国有银行积累的A+H上市的经验使得农行在克服上市过程中可能出现的在不同市场要同股、同权、同价等技术问题有了一定的应对准备。在充分考虑了这些因素之后，农行选择了同时在A股和H股IPO上市融资的上市策划方案。

2. 承销商选择

在农行IPO开始遴选承销商的时候，预计超过200亿美元募资额将使得农行IPO成为世界上最大的IPO案例之一，若按2.5%的费率计算，参与的投行将可分享约5亿

美元的佣金,因此,争夺农行 IPO 承销商的大战在农行上市之前便显得异常激烈。最后,高盛、中金公司、摩根士坦利、摩根大通、德意志银行、麦格理和农银证券等机构将承销农行 H 股。中金公司、中信证券、国泰君安以及银河证券入选为农行 A 股承销商。

3. 上市定价

农行上市时机并不是很好。2010 年,中国市场不景气,相应的各大银行的市盈率都不是很高,因此在定价时,农行的股票价格比当年中行、建行以及交行都要低。但是,由于农行有其自身的优势,在路演推介阶段,农行以“中国网点最多的商业银行”“盈利增长最快的商业银行”为卖点,最终,在市场和承销商的博弈之下,A 股首次公开募股价定在每股人民币 2.68 元,同时 H 股首次公开募股价定在每股 3.2 元港币。

4. 最终上市

2010 年 7 月 15 日,中国农业银行 A 股在上海证券交易所挂牌上市,同时于 7 月 16 日 H 股在香港证券交易所上市。另外,由于农行首次公开发行股票数量远远超过 4 亿股,因而农行及其主承销商可以在发行方案中采用“超额配售选择权”,即“绿鞋机制”,用来稳定大盘股上市后的股价走势,防止股价大起大落。最终,农行 A+H 两股的新股集资总额合共为 221 亿美元,成为当时全球最大的集资记录。

四、上市后农行经营情况

总体来说,农行上市后的经营情况是非常好的,主要体现在两个方面:经营业绩大幅提升和资产质量显著提高。

1. 经营业绩大幅提升

截至 2010 年年底,中国农业银行实现营业收入 2 904 亿元,同比增长 30.7%,实现净利润 949 亿元,同比增长 46%,增速位居四大国有银行之首。农行 2010 年实现归属于母公司股东的净利润 948.7 亿元,高于招股说明书中预测的 829.1 亿元,为公司股东创造了超出预期的利润,保持了强劲的增长势头。

2. 资产质量显著提高

农行的资产质量不断提高,风险抵御能力不断增强,为其以后的成长打下坚实的基础。从表 2-1 中可以看出农行近年来资产结构方面也是逐渐好转的。

表 2-1 中国农业银行 2011 年度与 2012 年度部分财务数据 (比率) 表

项 目	2011 年度	2012 年度
基本每股收益 (元)	0.375 4	0.446 7
每股净资产 (元)	2	2.31
净资产收益率 - 加权平均 (%)	20.46	20.74
总资产报酬率 (%)	1.11	1.16
净资产比率 (%)	5.56	5.66
固定资产比率 (%)	1.13	1.07

五、农行上市成功原因分析

(1) 农行在中国经济不是很景气的时候上市成功的原因之一是因为它是中国国有

商业银行，有国家的支持。除此之外，农行独特的优势也是其成功上市的原因之一。

(2) 外部条件，如中国经济快速增长，中国银行业具有良好的成长性和发展前景等。

(3) 科学发行方案的设计是农行上市成功的关键。农业银行上市发行的股份配售采取了科学、合理的发行机制和分配模式。在发行机制方面，农业银行在股票发行过程中还引入了“绿鞋”机制，为稳定发行价格起到了保驾护航的作用。

(4) 高密度且全面覆盖的 IPO 预路演和科学合理的定价也为农行成功上市奠定了基础。

四、买壳上市

由于国内上市核准程序非常繁杂，拟上市的企业众多，等待时间过长，一些企业采用间接上市的方式，通过在境内股市寻找壳公司，走捷径的路线运作上市，其实质是通过一系列的资本运作和审批核准，将非上市公司资产及其经营业务注入壳公司而实现上市。与一般企业相比，上市公司最大的优势是能在证券市场上大规模筹集资金，以此促进公司规模快速增长。因此，上市公司的上市资格已成为一种“稀有资源”，所谓“壳”就是指上市公司的上市资格。由于有些上市公司机制转换不彻底，不善于经营管理，其业绩表现不尽如人意，丧失了了在证券市场进一步筹集资金的能力，要充分利用上市公司的这个“壳”资源，就必须对其进行资产重组，买壳上市和借壳上市就是更充分地利用上市资源的两种资产重组形式。

（一）买壳上市的含义

买壳上市又称“后门上市”或“反向收购”，是指非上市公司股东通过收购一家壳公司（上市公司）的股份控制该公司，再由该公司反向收购非上市公司的资产和业务，使之成为上市公司的子公司，从而实现间接上市的资本运作行为。原非上市公司的股东一般可以获得上市公司 70% ~ 90% 的控股权。

壳的价值，不是有形资产，而是上市公司所具有的一系列优势以及这种优势可能产生或带来的现实收益。它主要来源于两个部分，一是政府赋予上市公司的特有权利和优惠，无论是增发新股、配售股票，还是税收、信贷等方面的优势，等于政府“签发”给上市公司的“特权”；二是来自上市公司极高的社会知名度和规范的运作。由此可见，壳资源价值，实质上是一种无形资产价值，是公司上市后新增的一部分无形资产价值。

（二）买壳上市与首次公开发行上市比较

1. 上市操作时间

买壳上市需要 3 ~ 9 个月的时间，收购仍有股票交易的壳公司需要 3 个月，收购已停止股票交易的壳公司至恢复其股票市场交易需 6 ~ 9 个月，而做首次公开发行上市一般所

需时间为一年。

2. 上市手续

首次公开发行上市有时会因承销商认为市场环境不利而导致上市推迟，或由于上市价格太低而被迫放弃，而前期上市费用如律师费、会计师费、印刷费等也将付之东流。买壳上市在运作过程中不受外界因素的影响，不需承销商的介入，只要找到合适的壳公司，操作得当，可能一步到位。

3. 上市费用

反向收购的费用要低于首次公开发行上市的费用，视壳公司的种类不同而定。

4. 运作与融资

首次公开发行一般先由承销商组成承销团介入，并且首次公开发行一旦完成，公司可立即实现融资。而买壳上市要待公司成为上市公司后，通过有效运作推动股价，然后才能以公募或私募形式增发新股或配股，进行二次融资，承销商在公司二次发行融资时才开始介入。

（三）买壳上市的主要程序

一个典型的买壳上市的运作路径可以概括为：选壳→买壳→价款支付→资产置换→挂牌（复牌），其中最重要的两个交易步骤是买壳和资产转让。买壳交易是指非上市公司股东以收购上市公司股份的形式，绝对或相对地控制一家已经上市的股份公司。资产转让交易是指公司收购非上市公司而控制非上市公司的资产及营运。

买壳上市涉及上市公司的重大购买、出售与资产置换等运作，必须符合《中华人民共和国公司法》《证券法》《上市公司收购管理办法》《上市公司重大资产重组管理办法》《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组申请文件》等有关规定，履行信息披露义务和申报程序，并经中国证监会批准。买壳上市的路径与架构见图2-6。

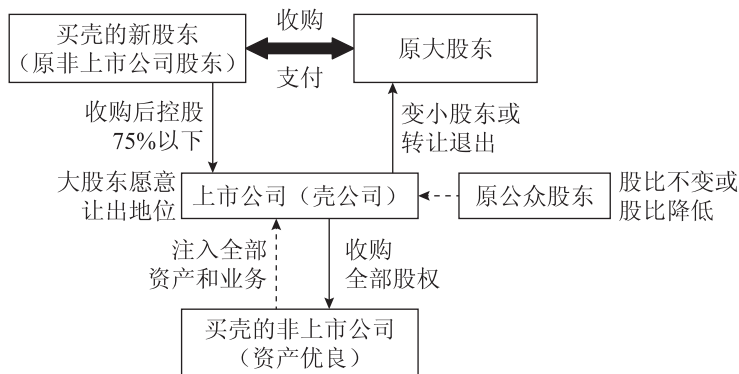


图 2-6 买壳上市路径与架构

买壳上市的具体步骤如下。

1. 选择目标壳公司

首先，挑选目标壳公司最重要的一条就是选择一些比较干净的壳。所谓比较干净的壳是指那些没有任何债务，公司经营历史比较清楚，没有任何法律纠纷和其他遗留问题的壳

公司。其次，目标壳公司的股本规模要小。小盘股具有收购成本低、股本扩张能力强等优势。特别是流通盘小，易于二级市场炒作，获利机会较大。再次，是要股权相对集中。由于二级市场收购成本较高，而且目标公司较少，因此大都采取股权协议转让方式。股权相对集中易于协议转让，而且保密性好，从而为二级市场的炒作创造了条件。最后，是目标壳公司有配股资格。证监会规定，上市公司只有连续三年平均净资产收益率在10%以上（最低为6%）时，才有配股资格。买壳上市的主要目的就是配股融资，如果失去配股资格，也就没有买壳上市的必要了。

2. 买壳

买壳，即收购或受让股权。收购股权有以下两种方式：

一种方式是场外协议收购上市公司大股东持有的股权或受让上市公司的新定向增发股份，这是我国买壳上市行为的主要方式。这种收购方式成本较低，但操作困难较大，其原因是同时要得到股权原持有人和主管部门的同意，以及中国证监会的批准。

另一种方式是在二级市场上直接购买上市公司的股票。这种方式在西方流行，但是由于中国的特殊国情，只适合于流通股占总股本比例较高的公司或者“三无公司”。二级市场的收购成本太高，除非有一套详细的操作计划，才能从二级市场上取得足够的投资收益，来抵消收购成本。

获得合适的壳公司之后，便可对壳公司进行接管，改组上市公司的董事会、监事会和管理层等。

3. 价款支付

目前，有六种价款支付方式，包括现金支付、资产置换支付、债权支付方式、混合支付方式、零成本收购、股权支付方式。前三种是主要支付方式，但是现金支付对于买壳公司是一笔较大的负担，很难一下子拿出数千万元甚至数亿元现金，所以目前倾向于采用资产置换支付和债权支付方式或者加上少量现金的混合支付方式。

4. 资产置换

一是净壳。对于不太干净的壳公司，如不良资产较大、效益不佳的壳公司，需要将其原有的不良资产剥离出来，卖给关联公司，从而将不干净的壳公司变成“净壳”公司。如果原有的壳公司较为干净，也可以考虑在买壳后逐步剥离不良资产。

二是换壳。将优质资产注入壳公司，提高壳公司的业绩，从而达到配股资格，实现融资目的。

5. 复牌

在买壳上市期间，为避免股价异常波动，按照中国证监会的规定，上市公司应停牌。买壳上市完成并披露信息后再复牌交易。

【案例 2-3】

浪莎集团买壳上市案例分析

一、背景介绍

自 2001 年起，浪莎管理层就一直有意进入资本市场，以壮大发展自己。而作为一

家濒临退市边缘的上市公司，*ST长控也致力于寻找重组合作者。1998年4月上市的*ST长控，上市仅2年零10天，就被冠上ST的头衔，成为当时沪深两市1000多家公司中从上市到ST历时最短的一家。而与四川泰港实业（集团）有限责任公司、西藏天科实业（集团）有限责任公司的第一次重组宣告失败后，ST长控又被加上星号，这使其寻觅重组者的愿望更加强烈，可以说*ST长控是一个很典型的壳公司，具有被收购的潜力，这也是浪莎所看中的。

二、浪莎集团买壳上市过程

2006年9月1日，*ST长控发布公告称，四川省国资委授权宜宾国资公司与浙江浪莎控股有限公司签署了《股权转让协议》，浪莎控股受让四川省国资委持有的全部34 671 288股国家股（占总股本的57.11%），成为*ST长控控股方，从浪莎买壳上市的方式来看采用的主要是股权的有偿转让。2007年2月8日，中国证监会正式核准*ST长控向浪莎控股定向增发10 106 300股，每股6.79元，用以购买浪莎控股持有的浙江浪莎内衣有限公司100%股权，这样就意味着浪莎买壳*ST长控从而间接上市获得了成功。

三、浪莎集团买壳上市操作流程分析

买壳上市一般模式的操作流程包括三个步骤：买壳、清壳和注壳。在浪莎集团买壳上市的案例中，并不包括清壳这个步骤。

步骤一：买壳。非上市公司通过收购等方式获得上市公司的控制权，即买到上市公司这个壳。四川省国资委授权宜宾国资公司与浪莎控股签署了《股权转让协议》，浪莎控股受让四川省国资委持有的全部34 671 288股国家股（占总股本的57.11%），从而成为*ST长控的控股方。其买壳过程见图2-7和图2-8。

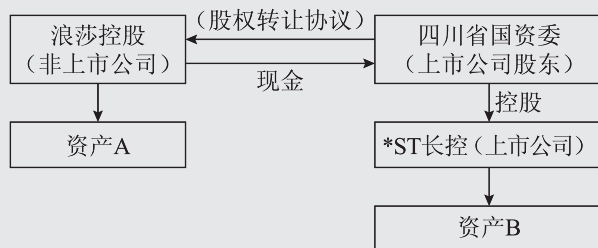


图 2-7 买壳前

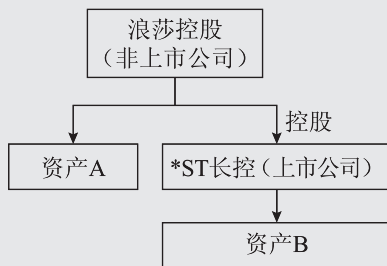


图 2-8 买壳后

步骤二：注壳。注壳，是指上市公司向非上市公司收购其全部或部分资产，从而将非上市公司的资产纳入上市公司，实现上市。在浪莎集团买壳上市的案例中，*ST长控先向浪莎控股定向增发股票，获得资金，并用以购买浪莎控股持有的浙江浪莎内衣有限公司100%股权，从而实现了浪莎集团非上市资产A注入上市公司*ST长控，从而实现非上市资产的上市，即浪莎*ST买壳长控从而间接上市获得了成功。其注壳过程见图2-9～图2-11。

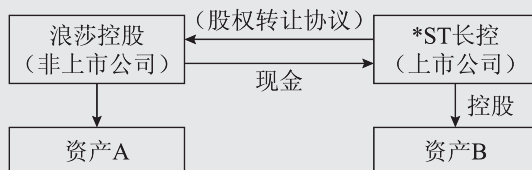


图 2-9 定向发行

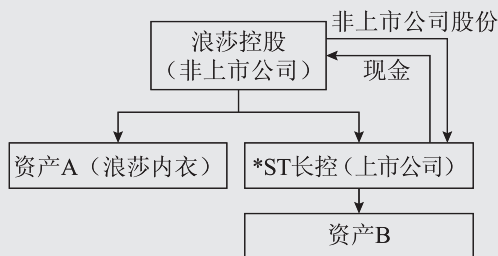


图 2-10 回购

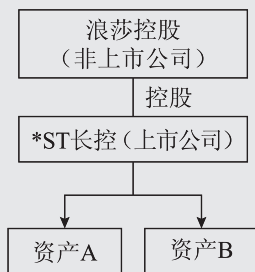


图 2-11 回购后

买壳上市后，上市公司更名为“ST浪莎”，2008年6月12日正式更名为浪莎股份。

五、借壳上市

（一）借壳上市

借壳上市是指非上市公司通过将其主要资产注入已上市的子公司中，实现母子公司的整体上市。借壳上市实质上是企业集团或大型公司先将其子公司或部分资产改造后上市，然后

再将其他资产注入上市公司以实现上市，进而达到整体上市的目的。通常该壳公司会被改名。

（二）借壳上市的程序

借壳上市的一般做法是：第一步，集团公司先剥离一块优质资产上市；第二步，上市公司向其母公司定向增发股票作为支付对价，或通过上市公司增发、大比例的配股筹集资金收购母公司资产，将集团公司的重点项目注入上市公司中去；第三步，再通过配股将集团公司的非重点项目注入上市公司，实现借壳上市。

借壳上市相对容易成功，风险也较小。借壳上市对于不同情况的企业可采取不同的方法：①如果已有子公司在境内上市，可通过换股并购方式或现金收购母公司资产方式直接操作借壳上市；②如果子公司没有上市，先运作使其上市，子公司上市后再将母公司资产注入子公司实现借壳上市；③如果没有子公司，可以先剥离或分拆一块优质资产成立子公司并运作其上市，然后将其他非上市公司资产注入上市公司实现借壳上市。

借壳上市一般都涉及大宗的关联交易，为了保护中小投资者的利益，这些关联交易的信息都需要根据有关的监管要求，充分、准确、及时地予以公开披露。

【案例 2-4】 强生集团的“母”借“子”壳

强生集团由上海出租汽车公司改制而成，拥有较大的优质资产和投资项目。强生集团充分利用控股的上市子公司——浦东强生的“壳”资源，通过三次配股集资，先后将集团下属的第二和第五分公司注入浦东强生之中，从而完成了集团借壳上市的目的。

（三）买壳上市与借壳上市的比较

借壳上市和买壳上市的共同之处在于，它们都是一种对上市公司壳资源进行重新配置的活动，都是为了实现间接上市。

它们的不同点在于，买壳上市的企业首先需要获得对一家上市公司的控制权，买壳上市可分为买壳—借壳两步走，即先收购控股一家上市公司，然后利用这家上市公司，将买壳者的其他资产通过配股、收购等机会注入进去。而借壳上市的企业本身就是这家上市公司的控股股东，已经拥有了对上市公司的控制权，不需要进行净壳处理。借壳上市后上市公司与母公司同属一个管理体系，融资与资产注入容易协调，而买壳上市则没这个优势。

与一般企业相比，上市公司最大的优势就是能在证券市场上大规模融资，以此促进公司规模快速增长。因此，上市公司的上市资格已成为一种稀有资源，所谓“壳”就是指上市公司的上市资格。根据得到“壳”资源的方式不同可分为“买壳上市”与“借壳上市”。

六、核准制与注册制

目前，存在两大证券发行审核制度，即基于准则主义的核准制和基于公开主义的注册

制。核准制主要盛行于欧洲地区及中国香港特区，注册制的代表国家则是美国和日本。

（一）核准制

核准制即所谓的实质管理原则，以欧洲各国的公司法为代表。依照证券发行核准制的要求，证券的发行不仅要以真实状况的充分公开为条件，而且必须符合证券管理机构制订的若干适于发行的实质条件。符合条件的发行公司，经证券管理机关批准后方可取得发行资格，在证券市场上发行证券。这一制度的目的在于禁止质量差的证券公开发行。

（二）注册制

股票发行注册制主要是指发行人申请发行股票时，必须依法将公开的各种资料完全准确地向证券监管机构申报。证券监管机构的职责是对申报文件的全面性、准确性、真实性和及时性进行形式审查，不对发行人的资质进行实质性审核和价值判断而将发行公司股票的良莠留给市场来决定。注册制的核心是证券发行人提供的材料不存在虚假、误导或者遗漏。

（三）核准制与注册制比较

（1）监管理念不同。在核准制中，价值判断主要是来自政府监管部门中的专业人士，而广大投资者则是在他们筛选过后的选择中进行再选择。而注册制体系，政府监管部门将价值判断全权交与投资者，自身则仅仅对证券发行进行形式审查。

（2）市场准入不同。在注册制中，除了法律规定的需要公开的资料信息以外，法律并未授予政府证券监督管理机构实行相关实质条件审查的权力。注册制最大的好处在于把发行风险交给了主承销商，把合规要求的实现交给了中介机构，把信息披露真实性的实现交给了发行人。在核准制中，发行人在满足法定公开资料信息的要求之外，还需要符合一系列的实质条件，以应对政府证券监督管理机构的实质审查。

（3）监管效率不同。在注册制中，符合法定条件的证券发行只需在注册登记后，便有可能自动生效，其高效性强。注册制与核准制相比，发行人成本更低、上市效率更高、对社会资源耗费更少，资本市场可以快速实现资源配置功能。

（四）我国证券发行制度的演变

1988年开始，我国在证券发行审核方面，是地方法规分别规定证券发行审核办法。

1992年，中国证监会成立，开始实行全国范围的证券发行规模控制与实质审查制度。

1999年7月1日生效的《中华人民共和国证券法》的实施，核准制也因此取代审批制，从而一举登上了历史的舞台。

2013年11月15日发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重。这是股票发行注册制首次列入中央文件，对我国资本市场带来了重大影响。

2015年12月27日，第十二届全国人大常委会第十八次会议，表决通过了关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用《中华人民共和国证券法》有关规定的决定。决定指出，为实施股票发行注册制改革，进一步发挥资本市场服务实体经济的基础功能，第十二届全国人大常委会第十八次会议决定：授权国务院对拟在上海证券交易所、深圳证券交易所上市交易的股票的公开发行，调整适用《中华人民共和国证券法》关于股票公开发行核准制度的有关规定，实行注册制度，具体实施方案由国务院进行规定，报全国人大常委会备案。

近年来，市场对实行注册制的呼声很高，监管层也多次放出未来要推行注册制的信号。虽然注册制的真正实施还有待证券法的修改，但注册制蓝图带给资本市场的变革已经可以预期。

第二节 股利政策

一、股利政策的含义

股利政策（dividend policy）是股份公司关于是否发放股利、发放多少以及何时发放的方针和政策。它有狭义和广义之分。狭义的股利政策就是指股利发放比率的确定，而广义的股利政策则包括股利宣布日的确定、股利发放比例的确定、股利发放时的资金筹集等问题。

二、股利政策的理论

（一）传统股利政策理论

二十世纪六七十年代，学者们研究股利政策理论主要关注的是股利政策是否会影响股票价值，其中最具代表性的是“一鸟在手”理论、MM股利无关论（MM理论）和税差理论，这三种理论被称为传统股利政策理论。

1. “一鸟在手”理论

“一鸟在手”理论源于谚语“双鸟在林不如一鸟在手”。该理论最具有代表性的著作是M.Gordon（1959）在《经济与统计评论》上发表的《股利、盈利和股票的价格》，他认为企业的留存收益再投资时会有很大的不确定性，并且投资风险随着时间的推移将不断扩大，因此投资者倾向于获得当期的而非未来的收入，即当期的现金股利。因为投资者一般为风险厌恶型，更倾向于当期较少的股利收入，而不是具有较大风险的未来较多的股利。在这种情况下，当公司提高其股利支付率时，就会降低不确定性，投资者便可能要求较低的必要报酬率，从而公司股票价格上升；如果公司降低股利支付率或者延期支付，就会使

投资者风险增大，投资者必然要求较高报酬率以补偿其承受的风险，公司的股票价格也会下降。

2. MM 理论

1961年，股利政策的理论先驱米勒（Miller H.）和莫迪格利安尼（Modigliani F.）在其论文《股利政策，增长和公司价值》中提出了著名的“MM 股利无关论”，即认为在一个无税收的完美市场上，股利政策和公司股价是无关的，公司的投资决策与股利决策彼此独立，公司价值仅仅依赖于公司资产的经营效率，股利分配政策的改变就仅是意味着公司的盈余如何在现金股利与资本利得之间进行分配。理性的投资者不会因为分配的比例或者形式而改变其对公司的评价，因此公司的股价不会受到股利政策的影响。

3. 税差理论

法拉和赛尔文（Farrar and Selwyn, 1967）首次对股利政策影响企业价值的问题进行了回答。他们采用局部均衡分析法，并假设投资者都希望试图达到税后收益最大化。他们认为，只要股息收入的个人所得税高于资本利得的个人所得税，股东将情愿公司不支付股息。他们认为资金留在公司里或用于回购股票时股东的收益更高，或者说，这种情况下股价将比股息支付时高；如果股息未支付，股东若需要现金，可随时出售其部分股票。从赋税角度考虑，公司不需要分配股利。如果要向股东支付现金，也应通过股票回购来解决。

（二）现代股利政策理论

进入 20 世纪 70 年代以来，信息经济学的兴起，使得古典经济学产生了重大的突破。信息经济学改进了过去对于企业的非人格化的假设，而代之以经济人效用最大化的假设。这一突破对股利分配政策研究产生了深刻的影响。财务理论学者改变了研究方向，并形成了现代股利政策的两大主流理论——股利政策的信号传递理论和股利政策的代理成本理论。

1. 信号传递理论

信号传递理论从放松 MM 理论的投资者和管理者拥有相同的信息假定出发，认为管理当局与企业外部投资者之间存在信息不对称。管理者占有更多关于企业前景方面的内部信息，股利是管理者向外界传递其掌握的内部信息的一种手段。如果他们预计到公司的发展前景良好、未来业绩将大幅度增长时，就会通过增加股利的方式将这一信息及时告诉股东和潜在的投资者；相反，如果预计到公司的发展前景不太好、未来盈利将持续性不理想时，那么他们往往会维持甚至降低现有股利水平，这等于向股东和潜在投资者发出了不利的信号。因此，股利能够传递公司未来盈利能力的信息，这样导致股利对股票价格有一定的影响。当公司支付的股利水平上升时，公司的股价会上升；当公司支付的股利水平下降时，公司的股价也会下降。

2. 代理成本理论

股利代理成本理论是由詹森和梅克林（Jensen and Meckling, 1967）提出的，是在放松了 MM 理论某些假设条件的基础上发展出来的，是现代股利理论研究中的主流观点，能较强解释股利存在和不同的股利支付模式。詹森和梅克林指出：“管理者和所有者之间的代理关系是一种契约关系，代理人追求自己的效用最大化。如果代理人与委托人具有不

同的效用函数，就有理由相信他不会以委托人利益最大化为标准行事。委托人为了限制代理人的这类行为，可以设立适当的激励机制或者对其进行监督，而这两方面都要付出成本。”詹森和梅克林称这种成本为代理成本（agency cost, AC），并定义代理成本为激励成本、监督成本和剩余损失三者之和。

（三）行为股利政策理论

到20世纪90年代，财务理论学者们发现美国上市公司中支付现金股利的公司比例呈现下降趋势，这一现象被称作“正在消失的股利”，随后时期在加拿大、英国、法国、德国、日本等国也相继出现了类似的现象，蔓延范围之广，堪称具有国际普遍性。

在这种背景情况下，美国哈佛大学贝克（Malcolm Baker）和纽约大学沃格勒（Jeffrey Wurgler）提出了股利迎合理论来解释这种现象。他们指出，由于某些心理因素或制度因素，投资者往往对于支付股利的公司股票有较强的需求，从而导致这类股票形成所谓的“股利溢价”，而这无法用传统的股利追随者效应来解释，主要是由于股利追随者效应假设只考虑股利的需求方面，而忽略供给方面。他们认为有些投资者偏好发放现金股利的公司，会对其股票给予溢价，而有些投资者正好相反，对于不发放现金股利的公司股票给予溢价。因此，管理者为了实现公司价值最大化，通常会迎合投资者的偏好来制定股利分配政策。

三、股利政策的方式

（一）剩余股利政策

是以首先满足公司资金需求为出发点的股利政策。根据这一政策，公司按如下步骤确定其股利分配额。

- （1）确定公司的最佳资本结构。
- （2）确定公司下一年度的资金需求量。
- （3）确定按照最佳资本结构，为满足资金需求所需增加的股东权益数额。
- （4）将公司税后利润首先用于满足公司下一年度的增加需求，剩余部分用来发放当年的现金股利。

（二）固定或持续增长股利政策

固定或持续增长股利政策以确定的现金股利分配额作为利润分配的首要目标优先予以考虑，一般不随资金需求的波动而波动。

这一股利政策有两点好处：①稳定的股利额给股票市场和公司股东一个稳定的信息；②许多作为长期投资者的股东（包括个人投资者和机构投资者）希望公司股利能够成为其稳定的收入来源以便安排消费和其他各项支出，稳定股利额政策有利于公司吸引和稳定这部分投资者的投资。

采用稳定股利额政策，要求公司对未来的支付能力进行较好的判断。一般来说，公司

确定的稳定股利额不应太高，要留有余地，以免陷入公司无力支付的困境。

（三）固定股利支付率政策

这一政策要求公司每年按固定的比例从税后利润中支付现金股利。从企业支付能力的角度来看，这是一种真正稳定的股利政策，但这一政策将导致公司股利分配额的频繁变化，传递给外界一个公司不稳定的信息，所以很少有企业采用这一股利政策。

（四）正常股利加额外股利政策

按照这一政策，企业除每年按一固定股利额向股东发放称为正常股利的现金股利外，还在企业盈利较高、资金较为充裕的年度向股东发放高于一般年度正常股利额的现金股利，其高出部分即为额外股利。

四、股利政策种类与发放程序

（一）种类

（1）现金股利。现金股利是上市公司以货币形式支付给股东的股息红利，也是最普通、最常见的股利形式，如每股派息多少元，就是现金股利。

（2）股票股利。股票股利是上市公司用股票的形式向股东分派的股利，也就是通常所说的送红股。

（3）股票回购。股票回购是指通过购回股东所持股份的方式，将现金分配给股东。

（4）股票分割。股票分割是指将大股分为小股，如用两股新股票换回一股旧股票，是在不增加股东权益的基础上增加股票数量。这样便降低了股票交易价格，提高了流通性。

（二）股利发放程序

股份公司的股利分配方案通常由公司董事会决定并宣布，必要时要经股东大会或股东大会代表大会批准后才能实施（如我国就是这样规定的）。

股利发放有几个非常重要的日期：

1. 宣布日（declaration date, DD）

股份公司董事会根据定期发放股利的周期举行董事会会议，讨论并提出股利分配方案，由公司股东大会讨论通过后，正式宣布股利发放方案，宣布股利发放方案的那一天即为宣布日。在宣布日，股份公司应登记有关股利负债（应付股）。

2. 登记日（holder-of-record Date）

由于工作和实施方面的原因，自公司宣布发放股利至公司实际将股利发出要有一定的时间间隔。由于上市公司的股票在此时间间隔内处在不停的交易之中，公司股东会随股票交易而不断易人，为了明确股利的归属，公司确定有股权登记日，凡在股权登记日之前（含登记日当天）列于公司股东名单上的股东，都将获得此次发放的股利，而在这一天之后才

列于公司股东名单上的股东,将得不到此次发放的股利,股利仍归原股东所有。

3. 除息日 (ex-Dividend Date)

由于股票交易与过户之间需要一定的时间,因此,只有在登记日之前一段时间前购买股票的投资者,才可能在登记日之前列于公司股东名单之上,并享有当期股利的分配权。一般规定登记日之前的第四个工作日为除息日(逢节假日顺延),在除息日之前(含除息日)购买的股票可以得到将要发放的股利,在除息日之后购买的股票则无权得到股利,又称为除息股。除息日对股票的价格有明显的影响。在除息日之前进行的股票交易,股票价格中含有将要发放的股利的价值,在除息日之后进行的股票交易,股票价格中不再包含股利收入,因此其价格应低于除息日之前的交易价格。

4. 发放日

在发放日这一天,公司用各种方式向股东支付股利,并冲销股利负债。

【案例 2-5】 用友软件股份公司股利分配政策分析

一、用友软件股份有限公司简介

用友软件股份有限公司成立于1988年,致力于把基于先进信息技术(包括通信技术)的最佳管理实践普及到客户的管理与业务创新活动中,全面提供具有自主知识产权的企业ERP软件、服务与解决方案,提供移动商务服务。2001年5月,用友软件股票在上海证券交易所挂牌上市(股票简称:用友软件;股票代码:600588)。2002年“用友”商标被认定为“中国驰名商标”。2004年用友软件股份有限公司被评定为国家“重点软件企业”。“用友软件”是中国软件行业最知名品牌,是中国软件业最具代表性的企业。

用友公司是亚太本土最大管理软件供应商,是中国最大的管理软件、ERP软件、财务软件、集团管理软件、人力资源管理软件及小型管理软件供应商,是中国最大的独立软件供应商。以用友软件股份有限公司为主体组织的用友软件集团,定位于企业及政府、社团组织管理与经营信息化应用软件与服务提供商。用友公司旗下拥有用友政务软件公司、海晟用友软件公司、用友艾福斯公司、用友华表公司、用友移动商务公司等投资控股企业。用友公司的目标是:成就世界级的管理软件和移动商务服务提供商。

二、股利分配政策及分析

1. 用友公司 2005 年至 2009 年重要财务指标

用友 2005 年至 2009 年重要财务指标如表 2-2 所示。

表 2-2 2005—2009 年用友公司重要财务指标

(单位:万元)

会计年度	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入	100 076	111 326	135 685	172 563	234 701
利润总额	11 838	18 956	38 780	46 806	67 424
净利润	9 884	17 339	36 045	39 543	59 370
扣除非经常性损益后的净利润	9 747	14 090	35 283	229 480	28 562

续表

会计年度	2005	2006	2007	2008	2009
总资产	149 248	160 631	303 049	310 997	381 951
股东权益	120 685	129 006	240 850	208 766	258 058
经营活动产生的现金流量净额	20 750	21 952	—	36 341	39 996
每股收益(摊薄)	0.57	0.77	1.6	0.85	0.97
净资产收益(摊薄)(%)	8.19	13.44	14.97	18.94	28.01
每股经营活动产生的现金流量净额	1.20	0.95	1.48	0.78	0.65
每股净资产	6.98	5.74	10.41	4.51	4.22
调整后每股净资产	6.81	—	—	—	—
扣除非经常性损益后的每股收益	0.58	0.63	1.56	0.50	0.47

2. 股利分配方案

表 2-3 2001—2009 年用友公司股利分配方案

报告期	每股收益	10股分红(元,含税)	10股转增(股)	红利支付率(%)
2001年	0.70	6.00	0	85.71
2002年	0.92	6.00	2	65.22
2003年	0.62	3.75	2	60.48
2004年	0.48	3.20	2	66.67
2005年	0.57	6.60	3	115.79
2006年	0.77	6.80	—	88.31
2007年	1.60	10.00	10	65.50
2008年	0.85	3.00	3	35.29
2009年	0.97	6.00	3	61.86

用友公司的这种股利政策可谓是一石激起千层浪。在我国上市公司中,发放现金股利的很少,发放数量也是少得可怜。在这种环境下,用友公司较为“反常”的高派现行为成了一道独特的风景,引起了市场的关注。赞成高派现的人认为,用友公司的分红,按理是一种常规做法。所谓常规做法是指当公司没有更好的投资机会的时候,把钱分配给股东,让股东自己决定再投资。这种常规做法是比较理性的。如果用友不分红,势必驱使中小股东从股价波动中寻找投机差价,而这不利于市场的规范发展。用友注重当期回报的做法,是符合国际惯例的。为了减少市场股价的投机波动,应该提倡多分红。也有些学者反对用友的高派现行为,并视之为大股东套现,侵害中小股东利益的行为,认为用友是以貌似合法的手段来攫取社会公众财富。

用友软件的高派现股利政策之所以会有巨大的影响,无论是在股票市场还是在中国经济学理论界,都是和中国的具体国情分不开的。中国资本市场的上市公司普遍业绩差、亏损多,因此公司客观上可用于分配的现金即使有也是很少。再加上中国特殊的资本市场征税体系,股利征收 20% 的所得税,资本利得不征税,因此,少量现金股利扣除所得税后,恐怕所剩无几。

还有,中国资本市场还存在着严重的投机倾向,投资者似乎更关注其投资股票的资

本利得，而不在于微弱的股利。

此外，我国资本市场上市公司及其发行的股票始终是一种稀缺的资源，由于国内的投资渠道有限，而广大投资者需要为闲置资金寻找增值保值的渠道，因而在股票市场追求投机利润（资本利得），而不是投资所得（股利）。投资者对股利不重视，反过来助长了公司偏好发放非现金股利的倾向。

第三节 公司退市

一、退市的概念

（一）退市的概念

退市是上市公司由于未满足交易所有关财务等其他上市标准而主动或被动终止上市的情形，终止上市是彻底取消上市公司的上市资格，或者取消上市证券挂牌交易资格的制度。退市可分主动性退市和被动性退市，并有复杂的退市的程序。

【案例 2-6】

*ST 博元因重大违法被强制退市

2016年3月21日，上交所发布关于终止*ST博元（珠海市博元投资股份有限公司）股票上市的公告称，*ST博元是证券市场首家因触及重大信息披露违法情形被终止上市的公司。*ST博元于2016年3月29日进入退市整理期，交易30个交易日。

因涉嫌连续4个年度虚增利润、资产，构成违规披露、不披露重要信息罪和伪造金融票证罪，追溯后4年净资产为负的*ST博元，成为了2014年11月16日退市新规实施后首家启动退市机制的公司。同时，也成为A股首家因重大信息披露违法而被退市的公司。

从最初的沪市“老八股”之一，到如今首例重大违法退市，*ST博元一步步“沦为”资本市场的“反面典型”，决非公司一时不察，实为主观故意，持续违法、违规，且涉及金额巨大，情节严重，违法行为事实清楚，终止上市是其面对的必然结局。

（案例来源：根据2016年3月22日的中国证券网资料整理）

（二）几个相关概念：暂停上市、恢复上市、终止上市和重新上市

证监会于2002年发布的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法（修订）》明确规定，上市公司三年亏损即暂停上市，公司股票暂停上市后，符合一定条件的，可以在第一个半年度报告披露后的五个工作日内向证券交易所提出恢复上市。申请暂停上市后第一个半年度仍未扭亏，交易所将直接作出终止上市的决定。

从风险警示说起，以深交所为例（上交所类似），风险警示分为两种：

（1）退市风险警示（公司股票代码前加标志为 *ST，俗称“戴星戴帽”）。退市风险警示（*ST）的主要情形有以下几种：

- ①连亏两年（大部分被 *ST 的个股都是这个原因）；
- ②近一年期末净资产为负；
- ③近一年营业收入低于 1 000 万元；
- ④近一年的财务会计报告被出具无法表示意见或者否定意见的审计报告（如 *ST 霞客）；
- ⑤财报重大会计差错或者虚假记载，被中国证监会责令改正但未在规定期限内改正，且公司股票已停牌两个月（如 *ST 烯碳）；
- ⑥因欺诈发行受到中国证监会行政处罚，或者因涉嫌欺诈发行罪被依法移送公安机关（如 *ST 欣泰）；
- ⑦因重大信息披露违法受到中国证监会行政处罚，或者因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被依法移送公安机关（如 *ST 博元）。

（2）其他风险警示（公司股票代码前加标志为 ST，俗称“戴帽”）。其他风险警示（ST）的主要情形有以下几种（因为不是业绩原因，很多个股可随时摘帽）：

- ①公司生产经营活动受到严重影响且预计在三个月内不能恢复正常（如 ST 明科 主营业务盈利能力弱，所以 2016 年仅摘星不摘帽）；
- ②公司主要银行账号被冻结（如 ST 狮头 公司控股子公司太原狮头中联水泥有限公司银行账户被冻结）；
- ③公司董事会无法正常召开会议并形成董事会决议；
- ④公司向控股股东或者其关联人提供资金或者违反规定程序对外提供担保且情形严重的（如 ST 亚太，公司控股股东兰州亚太工贸集团有限公司非经营性间接占用公司资金，深交所对公司股票实行“其他风险警示”的特别处理）。

1. 暂停上市

公司在被实施退市风险警示（*ST）之后，如果出现以下几种情况，将被暂停上市：

- ①继续亏损（绝大部分 *ST 就是这样被暂停上市的，包括前两年的 *ST 超日，*ST 凤凰）；
- ②期末净资产继续为负值；
- ③营业收入继续低于 1 000 万元；
- ④财报继续被出具无法表示意见或者否定意见的审计报告；
- ⑤因欺诈发行被 *ST 交易满三十天（欣泰电气由于是创业板，无暂停上市制度而直接退市）；
- ⑥因重大信息披露违法被 *ST 交易满三十天。

在上市公司被暂停上市后，有以下两种可能：恢复上市与终止上市（退市）。

2. 恢复上市

暂停上市后，如果上市公司恢复了盈利能力且达到以下条件，可向交易所提交恢复上

市的申请：

- ①净利润及扣除非经常性损益后的净利润均为正；
- ②期末净资产为正；
- ③具备持续经营能力且营业收入不低于 1 000 万元；
- ④财报未被出具保留意见、无法表示意见或者否定意见的审计报告。

3. 终止上市（退市）

暂停上市后，如果上市公司未能恢复盈利能力，即达不到上述恢复上市的条件，则将面临终止上市（退市）。如果公司股票被终止上市，公司将申请其股份进入股份转让系统中转让（俗称老三板），股东大会授权董事会办理公司股票终止上市以及进入股份转让系统的有关事宜。

4. 重新上市

上市公司在其股票终止上市后，达到交易所规定的重新上市条件的，可以申请重新上市。但事实上，目前没有任何一家已经退市的公司重新上市成功过。唯一一家粤传媒（股票代码：400003）走的是 IPO 通道，并没有直接重新上市。

二、退市的类型

（一）主动退市和被动退市

（1）主动退市。一般来说，上市公司营业期满，或因发展需要进行重组或调整结构，抑或股东会决定解散时，公司可根据股东会和董事会决议，向相关监管部门主动申请退市，得到批准后，即可进入退市流程。

（2）被动退市。被动退市也被称为强制退市。上市公司存在重大违规、违法行为，或因经营不善造成较大风险，而被交易所强制终止上市的，就属于被动退市。以我国的 A 股市场为例，如果上市公司连续两年亏损，交易所将发出退市风险警告。若该公司第三年仍然亏损，则会被交易所暂停上市。此时公司需在相关部门监督下进行整改，若一年后仍无起色，就会被交易所强制退市。

（二）私有化退市、换股退市和亏损、违法退市

（1）私有化退市。上市公司“私有化”，是资本市场一类特殊的并购操作。与其他并购操作的最大区别，就是它的目标是令被收购上市公司除牌，由公众公司变为私人公司。通俗来说，就是控股股东把小股东手里的股份全部买回来，扩大已有份额，最终使这家公司退市。私有化退市一般以主动退市完成，如辽河油田（000817）和锦州石化（000763）。

（2）换股退市，也叫换股并购，即并购公司将目标的股权按一定比例换成本公司的股权，目标公司被终止，换股退市一般也是主动退市。换股退市后，原股东会成为另一家公司的股东。例如，山东铝（600205）、兰铝（600296）和中国铝业（601600）换股后，原山东铝（600205）、兰铝（600296）的股东就变成了中国铝业（601600）的股东。

(3) 亏损、违法退市。亏损、违法退市一般是被动退市。如果上市公司连续 3 年亏损或有违法行为，就会暂停上市，若在规定期限内还是达不到恢复上市的条件，就会被退市。例如，*ST 精密（600092）、S*ST 龙昌（600772）因为暂停上市后依然无法在规定时间内公布年报而被退市，*ST 博元因重大违法被强制退市。

三、我国上市公司的退市制度

（一）退市制度简介

退市制度是资本市场一项基础性制度，是指证券交易所制定的关于上市公司暂停、终止上市等相关机制以及风险警示板、退市公司股份转让服务、退市公司重新上市等退市配套机制的制度性安排。

在成熟市场，上市公司退市是一种常态现象。数据显示，自 2001 年 4 月 PT 水仙被终止上市起，沪深两市迄今共有退市公司 75 家。其中，因连续亏损而退市的有 49 家，其余公司的退市则因为被吸收合并。退市比例占整个 A 股挂牌家数的 1.8%，而美国纳斯达克每年大约 8% 的公司退市，美国纽约证券交易所的退市率为 6%；英国 AIM 的退市率更高，大约 12%。这些国家的证券市场“有进有退”，其退市机制起到了较好资源优化配置的效果。

（二）我国退市制度的相关法律法规

在我国证券市场制度建设中，退市制度的建立和实施是其中极为重要的环节之一。退市制度的完善有利于提高上市公司整体质量、净化市场，从而使证券市场的资源得到充分利用，提高对投资者的保护，并且利于不同层次的融资者有效地获取资金。我国关于上市公司退市的正式立法为 1994 年 7 月 1 日起施行的《中华人民共和国公司法》，只是对上市公司股票暂停上市和终止上市的法定条件进行了初步规定。1998 年中国第一部《证券法》也对此进行了相应的规定，此时期所有法律法规对退市制度只做了原则性的规定，不具有可操作性。1998 年证监会推出了特别处理 ST 制度，用于对财务状况或其他状况出现异常的上市公司的股票交易进行“特别处理”。此后，沪深交易所公布并开始实施《股票暂停上市相关事宜的规则》，规则决定对连续 3 年亏损的公司暂停上市，并对其股票实施“特别转让服务”，即 PT 制度。在此基础上，中国证监会于 2001 年 2 月 22 日发布《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》（证监发〔2001〕25 号），并于 2001 年 11 月 22 日进行修订，发布《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法（修订）》（证监发〔2001〕147 号）。2001 年 6 月中国证券业协会发布了《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》以及《股份代办转让公司信息披露实施细则》。《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》同时也对终止上市进行了较为详细和全面的规定。新修订的《证券法》第 55 条和第 56 条分别对暂停股票上市和终止股票上市进行规制，新《公司法》不再规定相关内容。

1. 2012年退市制度的修改

2012年3月18日，国务院转批发改委《关于2012年深化经济体制改革重点工作的意见》的通知，提出深化金融体制改革，健全新股发行制度和退市制度，强化投资者回报和权益保护。2012年4月20日，深交所发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则》（2012年修订），自5月1日起施行。创业板退市制度正式出台，其中规定创业板公司退市后统一平移到代办股份转让系统挂牌，将不支持上市公司通过借壳恢复上市。2012年6月28日，上交所和深交所公布新退市制度方案，连续三年净资产为负，或者连续三年营业收入低于1000万元，或连续20个交易日收盘价低于股票面值的公司应终止上市。

2. 2014年退市制度的修改

2014年10月15日，《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》（中国证券监督管理委员会令第107号）发布，明确上市公司因欺诈发行、重大信息披露违法暂停上市、终止上市的具体情形（见表2-4），及相应的终止上市例外情形、恢复上市、重新上市的规定。

表2-4 上市公司退市情形一览表

序号	主动退市
1	上市公司在履行必要的决策程序后，主动向证券交易所提出申请，撤回其股票在该交易所的交易，并决定不再在交易所交易
2	上市公司在履行必要的决策程序后，主动向证券交易所提出申请，撤回其股票在该交易所的交易，并转而申请在其他交易场所交易或者转让
3	上市公司向所有股东发出回购全部股份或者部分股份的要约，导致公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件，其股票按照证券交易所规则退出市场交易
4	上市公司股东向所有其他股东发出收购全部股份或者部分股份的要约，导致公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件，其股票按照证券交易所规则退出市场交易
5	除上市公司股东外的其他收购人向所有股东发出收购全部股份或者部分股份的要约，导致公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件，其股票按照证券交易所规则退出市场交易
6	上市公司因新设合并或者吸收合并，不再具有独立主体资格并被注销，其股票按照证券交易所规则退出市场交易
7	上市公司股东大会决议解散，其股票按照证券交易所规则退出市场交易
强制退市	
8	上市公司存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为
9	上市公司股本总额发生变化不再具备上市条件，且在证券交易所规定的期限内仍不能达到上市条件
10	上市公司社会公众持股比例不足公司股份总数的25%，或者公司股本总额超过4亿元，社会公众持股比例不足公司股份总数的10%，且在证券交易所规定的期限内仍不能达到上市条件
11	上市公司股票在一定期限内累计成交量低于证券交易所规定的最低限额
12	上市公司股票连续20个交易日（不含停牌交易日）每日股票收盘价均低于股票面值
13	上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近一个会计年度经审计的财务会计报告显示扣除非经常性损益前、后的净利润孰低者为负值

续表

序号	主动退市
14	上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近一个会计年度经审计的财务会计报告显示期末净资产为负值
15	上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近一个会计年度经审计的财务会计报告显示营业收入低于证券交易所规定数额
16	上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近一个会计年度经审计的财务会计报告被会计师事务所出具否定意见、无法表示意见或者保留意见
17	上市公司在证券交易所规定期限内，未改正财务会计报告中的重大差错或者虚假记载
18	法定期限届满后，上市公司在证券交易所规定的期限内，依然未能披露年度报告或者半年度报告
19	上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准，其股票被暂停上市，不能在法定期限内披露最近一个会计年度的年度报告
20	上市公司股票被暂停上市后在规定期限内未提出恢复上市申请
21	上市公司股票被暂停上市后其向交易所提交的恢复上市申请材料不全且逾期未补充
22	上市公司股票被暂停上市后其恢复上市申请未获证券交易所同意
23	上市公司被法院宣告破产
24	证券交易所规定的其他情形

资料来源：《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》附件。

为进一步完善退市工作机制，沪深交易所分别对《退市公司重新上市实施办法》《退市整理期业务实施细则》《风险警示板股票交易暂行办法》三项退市配套规则进行了修订，并于2015年1月30日对外发布实施。修订后的《重新上市办法》针对不同情形退市公司，在重新上市的申请程序、申请文件等方面进行了差异化安排：一是根据不同的退市情形，规定不同的重新上市申请间隔期；二是对重大违法退市公司申请重新上市，特别规定了严格前置条件；三是对于主动退市公司申请重新上市和被“错判”重大违法的退市公司恢复上市地位，《重新上市办法》在申请文件、审核程序、重新上市后的交易安排等方面进行了一定简化和差异化安排。

3. 2018年退市制度的修改

2018年7月27日，证监会发布《关于修改〈关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见〉的决定》（中国证券监督管理委员会令第146号），这次修改主要包括三个方面：一是完善重大违法强制退市的主要情形，明确上市公司构成欺诈发行、重大信息披露违法或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为的，证券交易所应当严格依法作出暂停、终止公司股票上市交易的决定的基本制度要求；二是强化证券交易所的退市制度实施主体责任，明确证券交易所应当制定上市公司因重大违法行为暂停上市、终止上市实施规则；三是落实因重大违法强制退市公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等主体的相关责任，强调其应当配合有关方面做好退市相关工作、履行相关职责的要求。

2018年11月16日，上海证券交易所和深圳证券交易所双双正式发布实施《上市公司重大违法强制退市实施办法》，并修订完善了《股票上市规则》和《退市公司重新上市实施办法》。

上交所正式发布实施的《上海证券交易所上市公司重大违法强制退市实施办法》，明确此类情形的规范逻辑主要包括三个方面：第一，出现社会公众安全类重大违法行为，表明上市公司生产经营价值取向与其应当承担的社会责任发生严重背离；第二，社会公众安全类重大违法行为，不仅损害资本市场投资者的利益，更直接影响整个社会的公共利益乃至国家利益，为资本市场立法和监管的价值本位所不容；第三，上市公司存在社会公众安全类重大违法行为，往往会被剥夺生产经营的资格许可，丧失持续经营能力，客观上不应也无法再维持其上市地位。在社会公众安全类重大违法强制退市的具体情形方面，主要有三种情形：其一，上市公司或其主要子公司被依法吊销营业执照、责令关闭或者被撤销；其二，上市公司或其主要子公司依法被吊销主营业务生产经营许可证，或者存在丧失继续生产经营法律资格的；其三，本所根据上市公司重大违法行为损害国家利益、社会公共利益的严重程度，结合公司承担法律责任类型、对公司生产经营和上市地位的影响程度等情形，认为公司股票应当终止上市的。

深交所正式发布实施的《深圳证券交易所上市公司重大违法强制退市实施办法》，在“重大违法强制退市”的定义和情形列举中纳入了“五大安全”（涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域）的相关内容，即涉及“五大安全”的重大违法行为，情节恶劣，严重损害国家利益、社会公共利益，或者严重影响上市地位的，其股票应当被退市。对上市公司重大违法强制退市的实施依据、实施标准、实施主体、实施程序及相关配套机制进行了具体规定，主要有四方面的特点：一是切实提高退市效率，将重大违法退市情形的暂停上市期间，由12个月缩短为6个月；二是围绕“上市地位”明确退市标准，坚决对欺诈行为“零容忍”；三是退市以人民法院等相关行政机关的行政处罚决定和人民法院的生效裁判为依据，即确保违法事实清楚、退市依据明确；四是坚决落实“公平、公开、公正”原则，由交易所上市委员会综合考虑上市公司违法情形，作出审慎、独立、专业判断，并设置了申辩、听证和复核程序，充分保障上市公司解释沟通的权利，提高退市透明度。

（三）现阶段我国退市制度存在的问题

退市制度的建立和实施对提高我国上市公司整体质量，初步形成优胜劣汰的市场机制发挥了积极作用。但是随着资本市场发展改革的逐步深化，原有退市制度在实际运行中逐渐暴露出了一些问题。

1. 退市标准的不具体、不全面

与西方发达国家相比，我国规定的退市标准过于宽松和笼统。首先，发达国家规定了很多量化标准，并且采用了时间和资本的双重标准。在我国，根据《证券法》对公司上市条件的规定可推知，我国退市的数量标准仅有当公司股本总额少于人民币3000万元，公开发行的股份低于公司股份总数的25%，公司股本总额超过人民币4亿元的公开发行股份

的比例低于 10%。由此可看出,我国法律法规对于公众持股人数、股票市值、成交量等数量标准都没有进行具体的规定,对上市公司的总资产的规定也不详尽、不全面。同时,与我国仅规定了“最近三年连续亏损”的时间标准相比,美国证券交易法规的规定更为准确、逻辑性更强、实践性更强,并且可以有效地避免通过财会等手段来规避法律标准的现象。其次,对于非数量标准的规定,我国也存在用词模糊,涉及范围窄,难以对数量化标准形成有效的补充。

2. 退市程序的不健全

美国的主板市场和纳斯达克市场对退市程序都分阶段进行了规定,并且不同的市场板块对其市场中不同退市阶段的程序规定的清楚具体,每一个阶段都有其阶段性标准,不同的阶段之间可以很好的衔接。但是我国对此程序的规定模糊,阶段性不明晰,因此使得不同阶段的功能没能很好的发挥。同时,作为发展最好的二板市场,美国的纳斯达克市场采用了聆讯制,而中国虽然在新《证券法》中规定了申请复核制度,但是缺乏具体的程序细则以增强其可操作性,从而影响了此项规定价值的充分发挥。

3. 我国的证券市场充斥着一定的行政干预色彩

在我国,公司上市资格或地位是一种稀缺资源。正是由于它的稀缺性,使得绩差公司想方设法地通过各种方式维持其上市地位,各地政府也会采取措施避免地方的上市公司退市。一些上市公司明明已经符合退市的条件,地方政府却不让其退市,用自身强大的行政职权,采用重组的政策避免其退市,再次重组改造,尽最大的努力保护公司继续留在证券市场上。

【案例 2-7】

ST 九州退市的案例分析

一、ST 九州公司介绍

福建九州集团股份有限公司于 1996 年 11 月在深交所上市。公司的前身为 1985 年成立的福建九州经济联发集团,1993 年整体改制成为福建九州集团股份有限公司。股份制改组一度给公司带来了巨大的生机和活力。该公司迅速从一家省属外贸企业发展成为以进出口贸易为龙头,集进出口贸易、房地产、文化娱乐业等于一体的综合性大型企业集团,进出口额逐年增加。

二、ST 九州退市原因分析

1. 参与走私犯罪活动,九州自掘坟墓

九州集团前董事长兼党委书记赵裕昌鼓动下属走私。所属十几家商贸企业都蜂拥而去,找远华合伙走私,走私货物多达 28 亿元,违法所得 1 300 多万元,偷逃税款 18 亿人民币。九州成了“4·20”案中最大走私户,给国家造成巨大经济损失。由于涉及“4.20”远华走私案,九州公司被处罚金 2 亿元,并追缴非法所得 1 364 万元,由于没钱支付罚金,公司的全部资产都被冻结或者抵押,导致外贸业务完全终止,经营活动遭受了严重的打击。

2. 信息披露造假、欺诈上市

其一,以虚假利润欺诈上市。ST 九州在 1996 年公开发行股票申报材料中,1993

年至 1995 年三年间均虚增公司利润分别占申报利润总额的 50.3%、42.3% 和 35.8%。

其二，上市后继续在财务报表中虚增利润。

其三，1993 年定向募集股金没有足额到位。

其四，在 1998 年的配股申报材料中对前三年的利润进行了虚假陈述。

其五，被掏空现象严重。ST 九州的控股股东是福建省国有资产管理局，九州商社长期受托经营 ST 九州的国有资产。截至 1999 年 6 月，ST 九州还通过关联交易，在未履行完整法律手续的情况下，将银行贷款共计 3.8 亿元借给九州商社使用，历年的财务报告却均未进行披露。

3. 财务失败

从 1999 年到 2001 年，九州公司连续三年亏损，主营业务收入、总资产、股东权益、每股净资产等指标均逐年下降。财务失败原因：①盲目兼并，缺乏核心竞争力。通过不断兼并陷入困境，企业扩张成为大集团企业后，没有一个能够支撑整个集团的盈利企业，因此经济危机发生以后，集团企业陷入了更大的困境；②投资不当，加大财务风险。九州长期以来对外盲目投资，决策程序简单化，项目的投资缺乏科学的论证，致使公司对外的投资项目大面积亏损；③大股东侵占上市公司资金，使得公司主营业务无法顺利开展，这是由于大股东九州商社占用了大部分募集资金和公司运营的必需资金；④违规担保，深陷债务泥潭，九州公司与其他公司互为对方的银行贷款提供担保，导致逾期贷款数额巨大；⑤拆东墙补西墙——债台高筑，这是因为九州股份每兼并一个企业，就用它作抵押向银行贷款，不仅如此，九州还向社会非法集资；⑥公司的治理结构问题突出，具体表现为股东大会形式化、内部控制缺位、财务监督职能弱化、缺乏管理监督等。

2001 年 10 月升汇集团入驻 ST 九州总共经历了两轮重组，但均以失败告终，九州集团退市终成定局。

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）



二、简答题

1. 影响股票价格的因素有哪些？
2. 企业上市的意义有哪些？
3. 审核制与注册制有什么不同？
4. 如何进行买壳上市？如何选择壳资源？
5. 股利政策有哪些方式？
6. 请简要回答上市公司退市的含义及退市的类型。

第三章 债券融资

内容提要

随着我国资本市场的日益成熟，债券融资已经成为企业融资的重要渠道之一。公司债券作为一项重要的直接融资工具，无论对完善资本市场结构，还是优化公司资本结构都起着非常重要的作用。本章第一节介绍公司债券的基本内容，阐述了公司债券的基本理论，以及公司债券的发行与上市程序；第二节详细介绍了可转换公司债券及其特性，以及可转换公司债券的基本要素和价值构成，并介绍了可转债的发行动机理论；第三节介绍了企业资产证券化的基本内容，阐述了企业资产证券化的基本原理和基本流程及其风险和防范。

学习要点

1. 掌握公司债券的含义及特征，理解公司债券的相关理论、基本分类以及公司债券的发行和上市；
2. 掌握可转换公司债券的含义、特性、基本要素、价值构成，理解其相关理论；
3. 了解分离交易的可转换公司债券的内涵；
4. 掌握企业资产证券化的含义，理解其相关理论及其基本流程。

第一节 公司债券

一、公司债券的内涵

（一）公司债券的定义

债券是政府、金融机构、工商企业等直接向社会借筹措资金时，向投资者发行，承诺按一定利率支付利息并按约定条件偿还本金的债权债务凭证。债券是现代经济中主要信用形式之一，也是各国经济和金融发展不可缺少的金融工具。按照发行主体划分，可分为政府债券、金融债券和企业（公司）债券。

在《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中，债券被定义为一种契约，规定当约定的某些事件或日期来到时，其发行者须给予持有人或受益人一定的报酬。在当代经济学用语中，债券一般被理解为一种债务工具，通常由政府或公司发行，先接受一笔借款，并承诺将来按载明日程支付本息。米什金在《货币金融学》中定义债券是一种承诺在一个特定的时间段中进行定期支付的债务性证券。滋维·博迪在《金融学》中定义债券是以借贷协议形式发行的证券，借者为获取一定量的现金而向贷者发行（如出售）债券，债券是借者的“借据”。

由此，公司债券可以认为是由股份制公司发行的一种债务契约，公司承诺在未来的特

定日期偿还本金并按事先规定的利率支付利息。公司债券包含以下四层含义：①债券的发行人是股份制公司，是资金的借入者；②购买债券的投资者是资金的借出者；③发行人（借入者）需要在一定时期还本付息；④债券是债务证明书，具有法律效力。债券购买者与发行者之间是一种债权债务关系，债券发行人即债务人，投资者（或债券持有人）即债权人。

（二）公司债券的特征

公司债券具有债券的一般特征，即到期还本付息。作为债券的一种，与政府债券和金融债券相比，公司债券还具有一些特别之处。

1. 风险性

公司债券与政府债券或金融债券相比较，风险较大。公司债券的还款来源是公司的经营利润，但是任何一家公司的未来经营都存在很大的不确定性，因此公司债券持有人承担着损失利息甚至本金的风险。

2. 收益率较高

按照风险与收益成正比的原则，要求较高风险的公司债券需提供给债券持有人较高的投资收益，公司债券利率通常高于国债和地方政府债券。

3. 优先性

公司债券反映的是债权关系，不拥有对公司的经营管理权，但是可以优先于股东享有索取利息和优先要求补偿和分配剩余资产的权利。债券持有者是公司的债权人，有权按期取得利息，且利息分配顺序优于股东。公司破产清理资产时，债券持有者也优先于股东收回本金。

二、公司债券的理论

（一）资本结构理论

按照现代资本结构理论的观点，公司的融资选择问题从本质上来说就是公司资本结构的选择问题。1958年，莫迪格利安尼和米勒（Modigliani and Miller）共同发表了著名的《资本成本、公司财务和投资理论》一文，提出了最初的资本结构理论——MM理论，认为在资本市场高度完善、充分竞争、没有税收的理想状态下，任何企业的市场价值与其资本结构无关，即企业选择怎样的融资方式不会影响企业的市场价值。1963年他们在《公司所得税与资本结构：一项修正》一文中，将企业所得税引入了MM理论，形成了修正的MM理论，由此而得出的结论为：企业的资本结构影响企业的总价值，负债经营将为公司带来税收节约效应。1977年，米勒发表的《负债与税收》一文，通过把个人所得税的因素加入到修正的MM理论中而建立回归的MM理论——米勒模型。该模型把企业所得税和个人所得税的因素都考虑进去了，它认为个人所得税的存在会在某种程度上抵减负债的税盾效应，但是在正常的税率水平下，负债的税盾效应不会被完全抵消，因此企业的负债水平和企业的价值仍然呈正相关。米勒模型是对MM定理的最后总结和重新肯定，数理逻辑比较严密，但是它的研究前提仍然没有改变，在实践中难以得到验证。

（二）权衡理论（trade-off theory）

20世纪70年代中期詹森和麦克林等提出了权衡理论，也称为企业最优资本结构理论，认为企业最优资本结构就是在负债的税收利益与破产成本现值之间进行权衡，企业的最优资本结构就是使债务资本的边际成本和边际收益相等时的比例。权衡理论通过放宽MM理论完全信息以外的各种假定，认为在税收、财务困境成本、代理成本分别或共同存在的条件下，资本结构会影响企业市场价值。

权衡理论指出，企业利用债权融资方式进行融资既有优点也有缺点。优点为：一是债务利息可作为企业的费用成本在税前扣除，而股息则必须在税后支付，因此，负债具有税收的屏蔽作用；二是企业采用债权方式进行融资，有利于提高企业管理者的工作效率、降低在职消费，更为重要的是可以使企业的自由现金流量减少，从而可以使低效或非盈利项目的投资减少，也就是说可以降低企业的权益代理成本。缺点为：一是当企业举借债务达到一定的程度后，企业的财务危机成本也在不断上升；二是个人所得税对负债的税盾效应有抵消的作用。因此，负债经营企业的价值等于无负债经营企业的价值加上赋税的节约，减去与其财务危机成本的现值和权益代理成本的现值。当企业赋税成本的节约与企业的财务危机成本和代理成本达到平衡时，企业的资本结构达到最优。

（三）优序融资理论（pecking order theory）

1977年，罗斯（Ross）首次将信息不对称引入资本结构理论。在此基础上，梅耶斯和梅勒夫（Mayers & Majluf, 1984）研究了在信息不对称状态下，融资工具的选择行为传递公司类型的信号机制，提出了优序融资理论。优序融资理论放宽MM理论中完全信息的假定，以不对称信息理论为基础并考虑到交易成本的存在，认为外部融资要多支付各种成本，权益融资会传递企业经营的负面信息，而内源融资由于不需要和投资者签订契约，也无须支付各种费用，所受限制少，因而是首选的融资方式；其次可选低风险债券，因为其信息不对称的成本可以忽略；再次可选高风险债券；最后在不得已的情况下企业才可通过发行股票融资。这是因为，上市公司通过发行股票进行融资，会稀释股权，降低对公司的控制力，被迫让别人参与自身公司的经营，这是上市公司所有者所不愿意见到的情况；而且，上市公司股票融资的成本要高于债券融资的成本。因此，优序融资理论的结论是：从融资方式的优劣排序来看，内源融资优于债权融资，而债权融资又优于权益融资，企业融资一般会遵循内源融资、债权融资、权益融资这样一种先后顺序。

三、公司债券的基本分类

（一）按是否记名划分

（1）记名公司债券，即在券面上登记持有人姓名，支取本息要凭印鉴领取，转让时必须背书并到债券发行公司登记的公司债券。

(2) 不记名公司债券，即券面上不需载明持有人姓名，还本付息及流通转让仅以债券为凭，不需登记的公司债券。

（二）按持有人是否参加公司利润分配划分

(1) 参加公司债券，是指除了可按预先约定获得利息收入外，还可在一定程度上参加公司利润分配的公司债券。

(2) 非参加公司债券，是指持有人只能按照事先约定的利率获得利息的公司债券。

（三）按是否可提前赎回划分

(1) 可提前赎回公司债券，即发行者可以在债券到期前购回其发行的全部或部分债券。

(2) 不可提前赎回公司债券，即只能一次到期还本付息的公司债券。

（四）按发行债券的目的划分

(1) 普通公司债券，即以固定利率、固定期限为特征的公司债券。这是公司债券的主要形式，目的在于为公司扩大生产规模提供资金来源。

(2) 改组公司债券，是为清理公司债务而发行的债券，也称为以新换旧债券。

(3) 利息公司债券，也称为调整公司债券，是指面临债务信用危机的公司经债权人同意而发行的较低利率的新债券，用以换回原来发行的较高利率债券。

(4) 延期公司债券，指公司在已发行债券到期无力支付，又不能发新债还旧债的情况下，在征得债权人同意后可延长偿还期限的公司债券。

（五）按发行人是否给予持有人选择权划分

(1) 附有选择权的公司债券，指在一些公司债券的发行中，发行人给予持有人一定的选择权，如可转换公司债等。

(2) 未附选择权的公司债券，即债券发行人未给予持有人上述选择权的公司债券。

四、公司债券的发行

（一）公司债券发行条件

根据我国《证券法》规定，公开发行公司债券应当符合下列条件：①股份有限公司的净资产不低于人民币3 000万元，有限责任公司的净资产不低于人民币6 000万元；②累计债券余额不超过公司净资产的40%；③最近3年平均可分配利润足以支付公司债券1年的利息；④筹集的资金投向符合国家产业政策；⑤债券的利率不超过国务院限定的利率水平；⑥国务院规定的其他条件。

存在下列情形之一的公司，不得再次公开发行公司债券：①前一次公开发行的公司债券尚未募足；②对已公开发行的公司债券或者其他债务有违约或者延迟支付本息的事实，

仍处于继续状态；③违反本法规定，改变公开发行公司债券所募资金的用途。

（二）公司债券发行方式

按照公司债券的发行对象，可分为公募发行和私募发行两种方式。

1. 公募发行

公募发行是指公开向不特定的投资者发行债券。在发行过程中，公募债券须按法定手续，经证券主管机构批准，然后在市场上公开发售。任何投资者均可购买公募债券，也可以在证券市场上转让。由于发行对象是不特定的广泛分散的投资者，一般民营企业必须符合规定的条件才能发行公募债券，而且要求发行者必须遵守信息公开制度，向投资者提供各种财务报表和资料，并向证券主管部门提交有价证券申报书，以保护投资者的利益。

2. 私募发行

私募债券是指向与发行者有特定关系的少数投资者募集的债券，其发行和转让均有一定的局限性。私募债券的发行相对公募而言有一定的限制条件，私募的对象是有限数量的专业投资机构，如银行、信托公司、保险公司和各种基金会等。一般发行市场所在国的证券监管机构对私募的对象在数量上并不作明确的规定，但在日本则规定为不超过 50 家。这些专业投资机构一般都拥有经验丰富的专家，对债券及其发行者具有充分调查研究的能力，加上发行人与投资者相互都比较熟悉，所以没有公开展示的要求，即私募发行不采取公开制度。

私募发行的优点有：发行成本低；对发债机构资格认定标准较低；可不需要提供担保；信息披露程度要求低；有利于建立与业内机构的战略合作。但其缺点也比较明显：流动性低，只能以协议转让的方式流通，只能在合格投资者之间进行。

公募债券与私募债券在欧洲市场上区分并不明显，可是在美国与日本的债券市场上，这种区分是很严格的，并且也是非常重要的。在日本发行公募债券时，必须向有关部门提交《有价证券申报书》，并且在新债券发行后的每个会计年度还要向日本政府提交一份反映债券发行国有情况的报告书。在美国，在发行公募债券时必须向证券交易委员会提交《登记申报书》，其目的是向社会上广泛的投资者提供有关债券的情况及其发行者的资料，以便于投资者监督和审评，从而更好地维护投资者的利益。

（三）公司债券发行价格

1. 债券定价的现金流折现法

公司债券的发行价格是指发行公司或其承销机构发行债券时所采用的价格，也是债券原始投资者购入债券时应支付的市场价格。

经典的债券定价是采用现金流折现法。债券产生的现金流是由息票 C （通常是固定的）和本金 F （通常由债券契约事先规定）构成。另外，付息的期限和偿还本金的到期日 t 通常也由契约决定。债券的当前价格或估值公式为：

$$P_b = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+k)^t} + \frac{F}{(1+k)^n}$$

其中, P_b 表示债券的价格, 息票 C 表示每期支付的利息, 它等于面值乘以票面利率; F 表示本金; t 表示发行日至到期日这一期间的某一时刻; n 表示发行日至到期日的周期数; k 表示市场利率。

2. 公司债券发行价格的等价、溢价和折价

在债券发行时, 债券的发行价格通常有三种: 等价发行、溢价发行和折价发行。等价发行又叫平价发行, 是指以债券的票面金额作为发行价格, 溢价发行是指以高于债券面额的价格发行债券, 折价发行是指以低于债券面额的价格发行债券。溢价和折价发行主要是由于债券的票面利率与市场利率不一致造成的。票面利率标明在债券票面上, 无法改变, 而市场利率经常波动。因此, 在债券发行时, 如果市场利率与票面利率一致, 则按等价发行; 如果市场利率高于票面利率, 则按折价发行; 如果市场利率低于票面利率, 则按溢价发行。

3. 公司债券定价原则

1962 年, 麦尔齐在对债券价格、债券利息率、到期年限以及到期收益率之间进行了研究后, 提出了债券定价的五个定理。至今, 这五个定理仍被视为债券定价理论的经典。

定理一: 债券的市场价格与到期收益率呈反比关系。到期收益率上升时, 债券价格会下降; 反之, 到期收益率下降时, 债券价格会上升。

定理二: 当债券的收益率不变, 即债券的息票率与收益率之间的差额固定不变时, 债券的到期时间与债券价格的波动幅度之间成正比关系。到期时间越长, 价格波动幅度越大; 反之, 到期时间越短, 价格波动幅度越小。

定理三: 随着债券到期时间的临近, 债券价格的波动幅度减少, 并且是以递增的速度减少; 反之, 到期时间越长, 债券价格波动幅度增加, 并且是以递减的速度增加。

定理四: 对于期限既定的债券, 由收益率下降导致的债券价格上升的幅度大于同等幅度的收益率上升导致的债券价格下降的幅度。

定理五: 对于给定的收益率变动幅度, 债券的息票率与债券价格的波动幅度之间成反比关系。息票率越高, 债券价格的波动幅度越小。

(四) 公司债券发行程序

公司债券发行程序如图 3-1 所示。

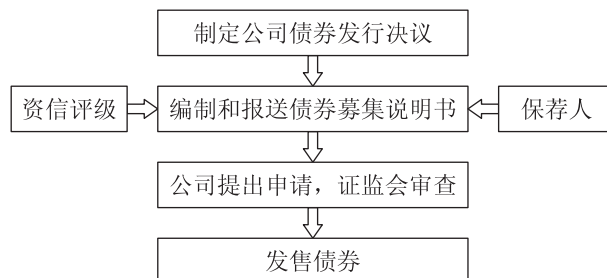


图 3-1 公司债券发行程序

1. 制定公司债券发行决议

根据《公司债券发行与交易管理办法》，申请发行公司债券，应当由公司董事会制订方案，由股东会或股东大会对下列事项进行决议：发行债券的数量；向公司股东配售的安排；债券期限；募集资金的用途；决议的有效期限；对董事会的授权事项以及其他需要明确的事项。

2. 编制和报送债券募集说明书

发行公司债券，应当由保荐人保荐，并向中国证监会申报。保荐人应当按照中国证监会的有关规定编制和报送募集说明书和发行申请文件。公司全体董事、监事、高级管理人员应当在债券募集说明书上签字，保证不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并声明承担个别和连带的法律责任。

债券募集说明书所引用的审计报告、资产评估报告、资信评级报告、法律意见书，应当由有资格的证券服务机构出具。为债券发行出具专项文件的注册会计师、资产评估人员、资信评级人员、律师及其所在机构，应当按照依法制定的业务规则、行业公认的业务标准和道德规范出具文件，并声明对所出具文件的真实性、准确性和完整性承担责任。

3. 公司提出申请，证监会审查

中国证监会依照下列程序审核发行公司债券的申请：①收到申请文件后，五个工作日内决定是否受理；②中国证监会受理后，对申请文件进行初审；③发行审核委员会按照《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》规定的特别程序审核申请文件；④中国证监会作出核准或者不予核准的决定。

4. 发售债券

公司应当在发行公司债券前的2~5个工作日内，将经中国证监会核准的债券募集说明书摘要刊登在至少一种中国证监会指定的报刊中，同时将其全文刊登在中国证监会指定的互联网网站。

发行公司债券，可以申请一次核准，分期发行。自中国证监会核准发行之日起，公司应在6个月内首期发行，剩余数量应当在24个月内发行完毕。超过核准文件限定的时效未发行的，须重新经中国证监会核准后方可发行。首期发行数量应当不少于总发行数量的50%，剩余各期发行的数量由公司自行确定，每期发行完毕后5个工作日内报中国证监会备案。

五、公司债券信用评级

(一) 公司债券信用评级的内涵

公司债券评级，是评级机构根据发行债券的公司提供的有效信息和自身搜集的信息，对该债券是否能按照约定支付本金和利息的可靠程度进行评价，并用简单的符号表示不同级别，进而给投资者提供有关信用风险方面的陈述意见，有时随着公司经营的变化或者外部客观情况的变化评级机构会变更评级结果。

信用评级有狭义和广义两种定义。狭义的信用评级指独立的第三方信用评级中介机构对债务人如期足额偿还债务本息的能力和意愿进行评价，并用简单的评级符号表示其违约风险和损失的严重程度。广义的信用评级则是对评级对象履行相关合同和经济承诺的能力和意愿的总体评价。

信用评级的内涵主要包括以下几方面：

首先，信用评级的根本目的在于揭示受评对象违约风险的大小。信用评级是基于资本市场中债务人违约风险作出的，评价债务人能否及时偿付利息和本金的活动。

其次，信用评级所评价的目标是经济主体按合同约定如期履行债务或其他义务的能力和意愿，而不是企业本身的价值或业绩。

再次，信用评级是独立的第三方利用其自身的技术优势和专业经验，就各公司债券的信用风险大小所发表的一种专家意见，不能代替资本市场投资者本身进行投资选择。

最后，评级结果用专业的、简单明了的符号表示，以反映不同风险等级。

（二）我国公司债券信用评级

1. 我国公司债券信用评级的指标体系

信用评级机构主要提供被评主体的风险信息，在对公司债券的评级中，债券评级指标体系是评级机构开展评级调查的指南，是决定被评对象信用等级标准。我国的资信评级业发展历史不长，国内的专业评级机构采用的技术与方法大多都是学习和借鉴国际著名的评级机构的先进经验，再充分结合我国资本市场的状况、相应的政策法规、公司会计准则等多方面的特点，从而形成我国公司债券评级的指标体系。本书以中诚信国际信用评级有限公司为例说明我国公司债券信用评级体系。^①

中诚信国际信用评级有限公司（以下简称“中诚信国际”）始创于1992年10月，是经中国人民银行总行批准成立的中国第一家全国性的从事信用评级、金融债券咨询和信息服务的股份制非银行金融机构。中诚信是国内规模最大、全球第四大评级机构。中诚信国际的通用信用评级分析框架如图3-2所示。

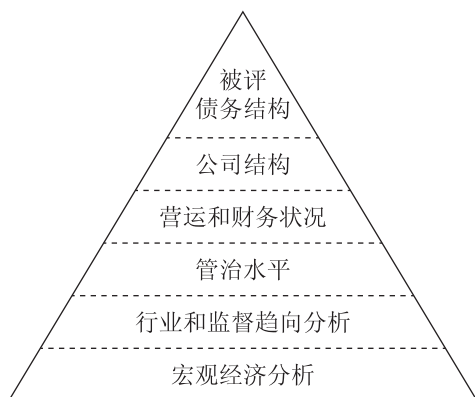


图 3-2 中诚信国际的通用信用评级分析框架

^① 资料来源：中诚信国际信用评级有限公司网站，<http://www.ccxi.com.cn/>。

中诚信国际的评级体系具有以下主要特征：

- (1) 定性分析判断和定量分析相结合；
- (2) 历史考察、现状分析与长期展望相结合（平抑经济周期的扰动）；
- (3) 侧重于对评级对象未来偿债能力的分析和评价；
- (4) 注重现金流的水平和稳定性；
- (5) 以同类企业作为参照，强调评级的一致性和可比性；
- (6) “看透”不同准则下的会计数字。

2. 我国公司债券级别表示

公司债券按照上述指标体系计算出分数以后，就可以确定公司债券的级别。根据国际上通用的表达方式，一般采用 ABC 来表示公司债券的信用级别，再结合我国评级机构的特点，主要侧重两方面，一方面是债券到期还本付息的能力，即债券的违约风险，同时还包括公司债券抵御经济环境变化带来的冲击、经济政策和形势变化造成影响的能力；另一方面是投资者对债券的投资风险。公司债券的信用级别、表达符号及含义如表 3-1 所示。

表 3-1 公司债券的信用级别、表达符号及含义

等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，有较高违约风险
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评对象不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级级别。通常 BBB 级以上称为投资级，BB 级及以下级别称为投机级。

六、公司债券的上市、转让与暂停、终止上市

（一）公司债券的上市

1. 公司债券上市的含义

公司债券上市是指已经依法发行的债券经证券交易所批准后，在交易所公开挂牌交易的法律行为。债券上市是连接债券发行和债券交易的桥梁。凡是在证券交易所内买卖的债券就称之为上市债券；相应地，债券发行人称为上市公司。证券交易所承认并接纳公司债券在交易所市场上交易，债券上市必须符合证券交易所和政府有关部门制定的上市制度。与股票不同，公司债券有一个固定的存续期限，而且发行人必须按照约定的条件还本付息，因此，债券上市的条件与股票有所差异。为了保护投资者的利益，保证债券交易的流动性，

证券交易所在接到发行人的上市申请后，一般要以相关法规来对公司债券的上市资格进行审查。

2. 公司债券上市条件

根据《证券法》第五十七条规定，公司申请公司债券上市交易，应当符合下列条件：

①公司债券的期限为一年以上；②公司债券实际发行额不少于人民币 5 000 万元；③公司申请债券上市时仍符合法定的公司债券发行条件。

具体的上市规则以上海证券交易所颁布的《上海证券交易所公司债券上市规则》（2015 年修订）为例，申请上市的公司债券必须符合下列条件：①符合《证券法》规定的上市条件；②经有权部门核准并依法完成发行；③申请债券上市时仍符合法定的债券发行条件；④债券持有人符合本所投资者适当性管理规定；⑤本所规定的其他条件。

同时债券符合以上条款规定上市条件的，上交所根据其资信状况实行分类管理。债券符合下列条件且面向公众投资者公开发行的，公众投资者和符合本所规定的合格投资者可以参与交易：①发行人最近三年无债务违约或者延迟支付本息的事实；②发行人最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于债券一年利息的 1.5 倍；③债券信用评级达到 AAA 级；④中国证监会及本所根据投资者保护的需要的规定的其他条件。

（二）公司债券的转让

公司债券在证券交易所上市交易的，按照证券交易所的交易规则转让。

记名公司债券，以背书方式或者法律、行政法规规定的其他方式转让；转让后由公司受让人的姓名或者名称及住所记载于公司债券存根簿。

无记名公司债券的转让，债券持有人将债券交付给受让人后即发生转让的效力。

（三）公司债券的暂停、终止上市

《证券法》第六十条规定，公司债券上市交易后，公司有下列情形之一的，由证券交易所决定暂停其公司债券上市交易：①公司有重大违法行为；②公司情况发生重大变化不符合公司债券上市条件；③公司债券所募集资金不按照核准的用途使用；④未按照公司债券募集办法履行义务；⑤公司最近两年连续亏损。

《证券法》第六十一条规定，公司债券终止上市有下列三种情况：①公司有重大违法行为或未按照公司债券募集办法履行义务，经查实后果严重的；②公司情况发生重大变化不符合公司债券上市条件，或者公司债券所募集资金不按照核准的用途使用，或者公司最近两年连续亏损三种情形之一，在限期内未消除；③公司解散、依法被责令关闭或者被宣告破产。在这些情形下，应由证券交易所终止债券上市，并由相关各方办理善后事宜。

【案例 3-1】

E 公司公募债券违约及处置案例

E 公司 2012 年 4 月发行了 4.8 亿元的公司债（以下简称“12E 债”），存续期为 5 年、附第 3 年末投资者回售选择权，发行利率为 6.78%，每年的 4 月 X 日为债券付息日。

2015年4月，因公司无法按时、足额筹集资金用于偿付“12E债”本期债券应付利息及回售款项，构成对本期债券的实质违约。

一、发行人及债券基本情况

E公司于2009年11月在交易所上市，实际控制人为M。公司原主营业务为高档餐饮业，是国内第一家在A股上市的民营餐饮企业，后经多次转型，主营业务涉及餐饮服务与管理、环保科技、网络新媒体及大数据处理。

2012年4月，公司发行了4.8亿元存续期为5年、附第3年（2015年4月）末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权的公司债，发行利率为6.78%，每年的4月×日为债券付息日。

二、风险暴露过程

公司2013年全年亏损5.64亿元，2014年上半年亏损659万元，经营风险增大，业务转型困难，并存在业绩真实性等质疑。

2014年10月，P资信公司披露对“12E债”的不定期跟踪评级报告，将其主体及债项评级均由A下调至BBB，触发交易所风险警示条件。交易所于10月×日对债券进行停牌处理，并于复牌后实行风险警示处理，债券更名为“STE债”。

2015年4月，因公司无法按时、足额筹集资金用于偿付“12E债”本期债券应付利息及回售款项，构成对本期债券的实质违约。

因公司2013年、2014年净利润分别为5.6亿元、-6.8亿元，连续两年亏损，“STE债”于2015年6月暂停上市。

三、违约风险事件处置情况

“12E债”违约处置难度大。从经营角度来看，一是传统餐饮业务业绩继续亏损，且公司转型的新业务发展停滞；二是公司前期形成的大额应收及预付款项约1.5亿元无法收回；三是因涉及房屋合同纠纷等情况，公司7个银行账号被冻结，日常经营无法正常进行。从重组角度来看，一是公司市值约为60亿元，估值较高，增加了借壳重组的难度；二是公司被证监会立案调查未有明确结论，重组存在障碍；三是实际控制人2014年国庆期间出国后迄今未归，更为重组增添难度。

鉴于上述原因，公司于2015年6月启动债务重组有关事项。因涉及相关利益方较多，涉及相关法律法规复杂，公司需同相关各方多次沟通协调。通过2015年下半年公司重大资产出售和债务重组，公司完成“12E债”债券兑付资金的筹集工作，2016年3月×日，偿债资金划入结算公司分公司的指定银行账户，结算公司已于2016年3月×日完成派发工作。其中，本金为2.92亿元，利息为353万元，违约金为1722.95万元，合计3.13亿元。至此，“12E债”违约事件处置完毕。

四、案例启示

一是“12E债”的违约风险出现离不开上市公司主营业务经营环境的巨大变化及转型新业务的不顺利，若投资者在项目投资过程中能对行业的发展趋势进行准确的预判，预先采取行动规避风险，可减少损失。二是“12E债”违约事件为我国资本市场首例公募债券本金违约案例，打破了刚性兑付的预期，揭示了债券投资天然信用风险的属性。

第二节 可转换公司债券

一、可转换公司债券的含义与特性

（一）可转换公司债券的含义

可转换公司债券，又称为可转换债券、可转债，是一种可以在特定时间、按特定条件转换为普通股股票的特殊公司债券。我国《上市公司证券发行管理办法》明确定义可转换公司债券是指发行公司依法发行、在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。

可转换公司债券是一种兼具了债务性、股权性和期权功能的混合型融资工具。可转债持有人可以选择持有至债券到期，要求发行人还本付息；也可以选择在约定的时间内转换成股票，享受股利分配或资本增值。可转换公司债券对于投资者来说，是多了一种投资选择机会。其实质是由普通债券与认股权证组成的混合金融衍生工具。因此，即使可转换公司债券的收益比一般债券收益低些，但在投资机会选择的权衡中，这种债券仍然受到投资者的欢迎。可转换公司债券在国外债券市场上颇为盛行。早在 1843 年美国 New York Erie 铁路公司就发行了世界上第一只可转债。

（二）可转换公司债券的特性

可转换公司债券也是一种混合融资工具，含有以下几个特性。

1. 债权性

与其他债券一样，可转换公司债券也有规定的利率和期限。投资者可以选择持有债券到期，收取本金和利息；也可以在未到期时在二级市场上抛售债券，获取本金和价差收益。

2. 股权性

可转换公司债券在转换成股票之前是纯粹的债券，但在转换成股票之后，原债券持有人就由债权人变成了公司的股东，可参与企业的经营决策和红利分配。

3. 可转换性

可转换性是可转换公司债券的重要标志，债券持有者可以按约定的条件将债券转换成股票。转股权是持有可转换债券的投资者享有的、一般债券所没有的选择权。可转换公司债券在发行时就明确约定债券持有者可按照发行时约定的价格将债券转换成公司的普通股股票。对投资者来说，转换前为债权人，享受利息；转换后为股东，可获得红利或资本收益。对发行人来说，转换前属于债务，转换后属于股权资本。可转债的价值在涨势中与股价联动，在跌势中可收息保本。

4. 可赎回性

赎回是指发行人在可转债发行一段时期后，当标的股票市价持续一段时间高于转股价格且达到某一幅度时，发行人有权按照契约约定的价格从投资者手中买回尚未转股的可转债，一旦公司发出赎回通知，可转债持有者必须立即在转股或卖出可转债之间进行选择。因此，赎回条款最主要的功能是强制可转债持有者行使其转股权，从而加速转换，因此它又被称为加速条款。

5. 可回售性

可转换公司债券的投资者还享有将债券回售给发行者的权利。一些可转换公司债券附有回售条款，规定当公司股票的市场价格持续低于转股价（按约定可将债券转换成股票的价格）达到一定幅度时，债券持有人可以把债券按约定条件售给债券发行人。

6. 风险中性

当发行人的风险水平提高时，随着发行人违约率的提高，可转债价值中纯债券的部分价值降低；但与此同时，发行人标的股票的价格波动率也会相应提高，则可转债的转换期权价值会升高。这样，可转债纯债券价值的下降与转换期权价值的上升会相互抵消，从而导致可转债的价值对发行人风险水平的变化相对不太敏感。布伦南和施瓦茨（Brennan and Schwartz, 1988）把可转债的这种特征称为“风险中性”。

（三）分离交易的可转换公司债券

1. 分离交易的可转换公司债券的内涵

分离交易可转债的全称是“认股权和债券分离交易的可转换公司债券”，它是债券和股票的混合融品种。分离交易可转债由两大部分组成，一是可转换公司债券；二是股票权证。股票权证是指在未来规定的期限内，按照规定的协议价买卖股票的选择权证明，根据买或卖的不同权利，可分为认购权证和认沽权证。

从概念上说，可分离交易可转债属于附认股权证公司债（bond with warrants, or warrant bond）的范围。附认股权证公司债指公司债券附有认股权证，持有人依法享有在一定期间内按约定价格（执行价格）认购公司股票的权利，也就是债券加上认股权证的产品组合。

2. 分离交易可转债与普通可转债的区别

（1）分离交易可转债与普通可转债的本质区别在于债券与期权可分离交易。也就是说，分离交易可转债的投资者在行使了认股权利后，其债权依然存在，仍可持有到期归还本金并获得利息；而普通可转债的投资者一旦行使了认股权利，则其债权就不复存在了。

（2）分离可转债不设重设和赎回条款，有利于发挥发行公司通过业绩增长来促成转股的正面作用，避免了普通可转债发行人往往不是通过提高公司经营业绩，而是以不断向下修正转股价或强制赎回方式促成转股而带给投资人的损害。同时，分离交易可转债持有人与普通可转债持有人同样被赋予一次回售的权利，从而极大地保护了投资人的利益。

（3）普通可转债中的认股权一般是与债券同步到期的，分离交易可转债则并非如此。《上市公司证券发行管理办法》中规定，分离交易可转债“认股权证的存续期间不超过公

司债券的期限，自发行结束之日起不少于 6 个月”，认股权证分离交易可能导致市场风险加大、缩短权证存续期，有助于减少投机。

二、可转换公司债券的基本要素

（一）标的股票

标的股票是指可转换公司债券持有人将债券转换成发行公司的股票。发行公司的股票可以有多种形式，如普通股、优先股。确定了标的股票之后，就可以进一步推算转换价格。

（二）票面利率

可转换公司债券的票面利率是指可转换公司债券作为一种债券时的票面利率，发行人根据当前市场利率水平、公司债券资信等级和发行条款确定的，一般低于相同条件的不可转换公司债券。在其他条件相同的情况下，较高的票面利率对投资者的吸引力较大，因而有利于发行，但较高的票面利率会对可转换公司债券的转股形成压力，发行公司也将为此支付更高的利息。由此可见，票面利率的大小对发行者和投资者的收益和风险都有重要的影响。

（三）面值

我国《上市公司证券发行管理办法》规定，我国可转换公司债券面值是 100 元。

（四）期限

1. 债券期限

可转换公司债券的有效期限与一般债券相同，是指债券从发行之日起至偿清本息之日止的存续期间。可转换公司债券发行公司通常根据自己的偿债计划、偿债能力以及股权扩张的步伐来制订可转换公司债券的期限。我国可转换公司债券的期限最短为 1 年，最长为 6 年。

2. 转换期限

转换期限是指可转换公司债券转换为普通股票的起始日至结束日的期间。我国可转换公司债券自发行结束之日起 6 个月后方可转换为公司股票，转股期限由公司根据可转换公司债券的存续期限及公司财务状况确定。债券持有人对转换股票或者不转换股票有选择权，并于转股的次日成为发行公司的股东。

（五）转股价格

转股价格，是指募集说明书事先约定的可转换公司债券转换为每股股份所支付的价格。转股价格应不低于募集说明书公告日前 20 个交易日该公司股票交易均价和前一交易日的均价。

与转股价格相关的一个概念是转换比例。转股比例是指一定面额可转换公司债券可转换成普通股票的股数。用公式表示为：

$$\text{转换比例} = \text{可转换公司债券面值} / \text{转换价格}$$

（六）转股价格调整条款

发行可转换公司债券后，因配股、增发、送股、派息、分立及其他原因引起上市公司股份变动的，应当同时调整转股价格。

当股票价格表现不佳时，一般是股票价格连续低于转股价一定水平，该条款允许发行公司在约定的时间内将转股价格向下修正。转股价格修正方案须提交公司股东大会表决，且须经出席会议的股东所持表决权的 2/3 以上同意。股东大会进行表决时，持有公司可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格不低于股东大会召开日前 20 个交易日该公司股票交易均价和前一交易日的均价。

（七）赎回条款

赎回是指在一定条件下公司按事先约定的价格买回未转股的可转换公司债券。发行公司设立赎回条款的主要目的是降低发行公司的发行成本，避免因市场利率下降而给自己造成利率损失，同时也出于加速转股过程、减轻财务压力的考虑。通常该条款可以起到保护发行公司和原有股东的权益的作用。

赎回条款一般包括以下几个要素：①赎回保护期。这是指可转换公司债券从发行日至第一次赎回日的期间。赎回保护期越长，股票增长的可能性就大，赋予投资者转换的机会就越多，对投资者也就越有利。②赎回时间。赎回保护期过后，便是赎回期。按照赎回时间的不同，赎回方式可以分为定时赎回和不定时赎回。定时赎回是指公司按事先约定的时间和价格买回未转股的可转换公司债券；不定时赎回是指公司根据标的股票价格的走势按事先的约定以一定价格买回未转股的可转换公司债券。③赎回条件。在标的股票的价格发生某种变化时，发行公司可以行使赎回权利，这是赎回条款中最重要的要素。按照赎回条件的不同，赎回可以分为无条件赎回（硬赎回）和有条件赎回（软赎回）。无条件赎回是指公司在赎回期内按事先约定的价格买回未转股的可转换公司债券，它通常和定时赎回有关；有条件赎回是指在标的股票价格上涨到一定幅度，并且维持了一段时间之后，公司按事先约定的价格买回未转股的可转换公司债券，它通常和不定时赎回有关。④赎回价格。赎回价格是事先约定的，它一般为可转换公司债券面值的 103% ~ 106%，对于定时赎回，其赎回价一般逐年递减，而对于不定时赎回，通常赎回价格除利息外是固定的。

（八）回售条款

回售条款是为投资者提供的一项安全性保障，当可转换公司债券的转换价值远低于债券面值时，持有人必定不会执行转换权利。回售一般是指发行公司标的股票市价在一段时间内连续低于转股价格，达到某一比例时，可转换公司债券持有人就可以按事先约定的价格将所持转债卖给发行人的行为。回售实质上是一种卖权，是赋予投资者的一种权利，投

投资者可以根据市场的变化而选择是否行使这种权利。

回售条款一般包括以下几个要素：①回售价格。回售价格是以面值为基础，加上一定回售利率。回售利率是事先规定的，一般低于市场利率，但高于可转换公司债券的票面利率。②回售时间。回售时间是事先约定的，具体的回售时间少则数天，多则数月。③回售选择权。其指的是若达到回售时间时，标的股票市价无法达到所约定的价格，从而导致转换无法实现的情况下，发行方承诺投资者有按照约定利率将转债回售给发行方的权利，而发行方无条件接受可转换公司债权。

三、可转换公司债券发行动机理论

在本章的第一节介绍了公司债券的资本结构理论、权衡理论和优序融资理论。可转换公司债券具有公司债券的特性，上述理论也适用于可转换公司债券。但可转换公司债券作为一种混合型融资工具，需要用一些相对应的理论来解释。

（一）后门权益假说（backdoor-equity financing hypothesis）

斯坦（Stein，1992）在 Myers 和 Majluf（1984）债券与股权融资选择模型基础上，提出了后门融资假说。该理论认为，可转换公司债券是基于信息不对称导致的逆向选择成本太高而使得权益融资受阻时的一种间接权益融资工具，即发行权益的后门。斯坦认为当公司采用普通债务融资会导致极大的财务危机，且由于信息不对称所产生的逆选择成本导致传统的股票发行没有吸引力时，公司应该选择发行可转换公司债券。所以他预测，公司发行可转换公司债券是为了获得延迟的股权融资，即可转债是权益证券的替代品，对于存在明显信息不对称及财务危机成本高的公司尤其如此。

（二）连续融资假说（the sequential-financing hypothesis）

梅耶斯（Mayers，1998）提出了连续融资假说。他认为，可转换公司债券具有配合投资支出现金流的功能，因此可以在企业长期投资中扮演重要的角色。对于某些公司，可以通过可转换债务的设计减轻权益及债务融资过程中的财务问题，即解决阶段性融资的信息不对称所引起的高发行成本以及委托代理引起的过度投资问题。

（三）风险转移假说（risk-shipping hypothesis）

格林（Green，1984）提出的风险转移假说也称为资产替换假说（the asset substitution hypothesis）。格林认为，可转换公司债券融资可以减少代理问题中的资产转换问题。公司代理问题越严重，则公司越倾向于通过发行可转换公司债券来筹集资金，公司发行可转换公司债券的动机在于减少债权人与股东之间的代理成本。可转换公司债券利用公司剩余求偿的报酬结构，可以改变股东投资高风险方案的动机，即投资者可以在未来通过转换权利而成为股东，并稀释原有股东从风险性投资中获得的报酬，而经理人则可以通过调整债券转化后的股权比例来控制代理问题。

（四）税收抵减假说（tax deductibility hypothesis/tax benefits hypothesis）

加兰和巴罗·德斯（Jalan & Barone-desi, 1995）采用一个合作博弈模型来分析可转换公司债券具有的税收优势。该模型认为，在对利息和股利征收不同税率的 market 环境中，发行可转债具有明显的税收优势。由于利息在税前支付，而股利在税后支付，为了减少公司的纳税额，老股东和可转换公司债券持有人具有合作的动机，以更多减少政府从公司中提取的税额。因此，这种合作将增加公司的价值。

（五）堑壕假说（the entrenchment model）

泽维贝尔（Zweibel, 1996）从管理者追求自身利益最大化，而不是股东利益最大化的角度解释了管理者如何选择融资工具。当存在敌意收购时，管理者应该通过发行债券，增加收购成本，来消除潜在的敌意收购。但与此同时，负债的增加也增加了公司破产的可能性。伊萨加瓦（Isagawa, 2002）基于泽维贝尔模型，提出了可转债发行的堑壕假说。他以公司管理者的堑壕观点解释了为什么公司经理决定发行可赎回可转换公司债券。由于可转债具有转股期权，通过发行可赎回可转债，管理者在投资价值增加项目的同时，可以有效消除恶意收购和破产的威胁。

四、可转换公司债券的优缺点

（一）可转换公司债券的优点

1. 可转换公司债券通过出售看涨期权可降低融资成本

可转换公司债券发行相当于投资者投资了一份买入期权，其票面利率低于其他普通债券，也就是说在投资者转股之前，发行公司需要支付的利息低于其他普通债券的利息，减轻了企业的负担。

2. 可转换公司债券可使发行公司获得长期稳定的资本供给

可转换公司债券的发行可看作未来的发行股票或配股，可转换公司债券在转换前作为公司的负债，而转换后则成为公司所有者权益的一部分，本来需要还本付息的债务转变为永久性的资本投入，这样就增强了发行公司日后运营的举债能力。

3. 可转换公司债券可改善发行公司资本结构

发行可转换公司债券，公司的原本资产负债比率提高了，有利于优化公司的资本结构，有利于发挥财务杠杆作用和税盾效应，进而提高了股权资本的收益率。借助可转换公司债券这种工具，公司在资本结构的调整上就有了一定的弹性，能够适应日趋复杂多变的理财环境。

（二）可转换公司债券的缺点

1. 可转换公司债券的定价难题

对于发行公司来说，可转换公司债券虽然票面利率低于其他普通债券，但降低的幅度

难以确定。制定的票面利率高，会增加成功发行的可能性；制定的票面利率低，成本固然降低了，但很可能丧失债券的投资吸引力，导致债券不能成功发行。

2. 公司的财务风险

如果标的股票价格长期达不到约定的转换价格，公司将被迫以较高的代价来提前赎回，这样就会造成公司流动资金紧张。另外，若可转换公司债券不能按期转换成股票，势必提高了企业资产负债率。这样便加大了企业的财务风险，造成了发行公司在资本市场上再融资的困难。

3. 公司稀释股权风险

可转换公司债券实现转股后，流通在外的股权数增加了，稀释了原有的股权结构，摊薄了每股净收益，损害了原有股东的利益。同时，发行公司就丧失了原有债券利息抵税的好处。

4. 投资者的收益存在风险

对于投资者来说，持有可转换公司债券也是存在风险的。如果公司经营不善，其股价长期低迷，达不到转换价格，投资者就只能选择长期持有。由于其利率低于其他普通债券，得到的利息收入十分有限。另外，当市场利率发生改变时，如利率升高时，投资者得到的收益则相对变得更低。

五、可转换公司债券的价值构成

可转换公司债券具有转换为普通股的权力，是债券与股票期权的混合证券。因此，其价值构成主要由债券价值、转换价值和期权价值构成。

（一）可转换公司债券的债券价值

债券部分通常采用现金流贴现方法，即根据转债条款的规定估算各期的现金流，然后选用合适的收益率水平进行贴现。在采用不同到期收益率来对各期现金流进行贴现时，存在着差异。目前多数人仍然采用同种期限结构的国债的到期收益率来进行贴现。

（二）可转换公司债券的转换价值

可转债持有者将其按规定的转换价格转换成股票并按市场价格计算的价格，就是可转债的转换价值，其计算公式为：

$$V_c = F_0 S / X$$

其中， V_c 是可转债的转换价值， F_0 是每张可转债的面值， S 是股票市价， X 是转换价格。

（三）可转换公司债券的期权价值

期权价值部分通常采用经典的布莱克 - 斯科尔斯（Black-Scholes）模型和二叉树模型期权定价模型，而又以布莱克 - 斯科尔斯模型应用得更为广泛。

可转换公司债券的价值构成可以表示为可转换公司债券的债券价值与转换价值两者中的最大值，再加上期权价值。因此，可转换公司债券的价值可表示为：

$$\text{可转换公司债券价值} = \text{Max}(\text{转换价值}, \text{债券价值}) + \text{期权价值}$$

【案例 3-2】 万科发行可转换公司债券

万科企业股份有限公司，简称万科或万科集团，证券简称：万科 A、证券代码：000002。万科成立于 1984 年 5 月，总部位于中国深圳市盐田区，是目前中国最大的专业住宅开发企业之一。

万科企业股份有限公司于 2002 年 6 月 13 日发行为期 5 年的可转换公司债券。票面利率 1.5%，每年付息一次，A 股股东每股可优先配售票 2.94 元。万科转债每张面值为 100 元人民币，票面利率 1.5%，高于目前所有已发的上市公司可转债利率，每年付息一次。万科此次的可转换公司债券转股溢价比率为 2%，转债期限为 5 年，自发行 6 个月起开始转股，投资者将有四年半的转股期。转债发行后，万科的资产负债率将达到 60.84%，累计债券余额占净资产 48.01%。本次募集资金主要投入万科四季花城等分期开发的成规模项目。此次万科的可转换公司债券采取券商余额包销方式，主承销商为中信证券有限公司。

万科发行公司债券的原因：因为房地产公司的特性，使其需要强大的现金为后盾，开发一个房地产项目，从拿地开始、到工程施工等都需要占用现金，要一直到预售了才能回笼现金流，所以房地产公司的负债率都比较高；房地产公司在销售成品之前就需要向银行借贷，即间接融资，如果是上市公司，它一般也会通过发行债券来直接融资，其成本要低于向银行借贷的间接融资。

债券类型：发行可转换公司债券

可转换公司债券于 2002 年起正式发行。本次万科可转换公司债券发行采取网上定价的方式，发行总额为 15 亿元，发行价格为每张 100 元，为期 5 年，从 2002 年 6 月 13 日开始计息，转股期自发行首日后 6 个月至债券到期日为止，即 2002 年 12 月 13 日至 2007 年 6 月 12 日。2002 年万科可转债公开发行申购情况，如表 3-2 所示。

表 3-2 2002 年万科可转债公开发行申购情况

类别	原 A 股股东优先配售	网上向一般社会公众投资者发行	网下向法人投资者发售
申购户数(户)	7 899	2 768	13
有效申购户数(户)	7 899	2 768	13
有效申购手数(手)	444 748	1 361 283	1 401 750
有产申购资金(元)	444 748 000	1 361 283 000	1 401 750 000

万科此次发行可转换公司债券的发行结果：

(1) 原 A 股股东优先配售结果。本次原万科 A 股股东按照每股配售 2.94 元的比例可优先配售的总数为 150 000 万元。原 A 股股东有效申购数量为 444 748 000 元，占

本次发行总量的 29.65%，全部获得优先配售。

(2) 网上、网下发售数量。根据本次可转换公司债券发行公告中规定，原 A 股股东优先认购后的余额部分，再上网向一般社会公众投资者发售 50%，向网下法人投资者发售 50%。本次万科可转换债网上发行总量为 519 908 手，合计 519 908 000 元，占本次发行数量的 34.66%。网上有效申购数量为 1 361 283 000 元，中签率为 38.192 499%。网下发行总量为 535 344 手，合计 535 344 000 元，占本次发行数量的 35.69%。网下申购数量为 140 750 000 元，获售比例为 38.191 118%。

万科发行可转换公司债券前后的情况，如表 3-3 所示。

表 3-3 万科发行可转换公司债券发行前后的情况

相关指标	发行前	发行后	全部转股后
资产总额(元)	6 482 911 630.82	7 982 911 630.82	7 982 911 630.82
负债总额(元)	3 356 829 340.71	4 856 829 340.71	3 356 829 340.71
资产负债率(%)	51.78	60.84	42.05

对于万科来说，本次可转换公司债券的发行规模为 15 亿元，充分考虑了公司现有的偿债能力、可转换公司债券发行后对公司财务指标的影响，全部转股后股本扩张对公司业绩摊薄的压力等综合因素，兼顾了各方利益，从表 3-3 可以看出，发行可转换公司债券后，万科在筹集至巨额资金的同时，一方面公司保持了足够的偿债能力；另一方面将使公司充分利用财务杠杆提高收益水平。

第三节 企业资产证券化

一、企业资产证券化的含义

(一) 资产证券化概述

1. 资产证券化的概念

资产证券化是指将缺乏即期流动性，但具有可预期的、稳定的未来现金流的资产进行组合和信用增级，并依托该基础资产的未来现金流在金融市场上发行可以流通的有价证券的结构性融资活动。

2. 资产证券化的发展简史

资产证券化(asset-backed securitization, ABS)的概念在 1977 年就已经出现，由美国投资银行家路易斯·拉涅利(Lewis S. Ranieri)首次提出。20 世纪 70 年代，以不动产为抵押的资产证券化技术问世后，金融机构便竞相将资产证券化用于贷款等融资活动中。在英国、法国、韩国、日本等国及我国香港、台湾地区，资产证券化的发展也较为迅速。

20世纪80年代后期资产证券化开始被企业作为融资手段。资产证券化取得的成功及其给经济带来的积极影响，引起了国际金融市场对这一新型融资方式的瞩目。目前，ABS包括其衍生的MBS等相关品种已占超过美国债券市场三分之一的份额，成为第一大券种。经过多年的发展，企业资产证券化已经成为国际资本市场的一种主流融资工具，并成为全球资本市场的重要推动力量。

通俗地说，资产证券化是将流动性不足但具有未来预期稳定现金流的基础资产汇集成立资产池，进行结构重组，将其转化成可在金融市场上出售和流通的资产支持证券的过程。美国证券交易协会（SEC）给出资产证券化的定义为：创建一个由一组不连续的应收账款或其他金融资产构成的资产池所产生稳定现金流的有价证券，通过特定的条款保证这组资产在一定时期内变现，并以现金流的稳定收益向证券持有人提供收益。

资产证券化已形成了一套比较完善的运行机制，它通过将债务或其他非流动资产打包，组成资产池，将资产的风险与公司整体风险分离，进而在金融市场进行融资，提高了公司资金的流动性和资产的运作效率，以较低的成本得到了稀缺的资本资源，实现了资源的优化配置。资产证券化通过构建一个严谨、有效的交易结构，并设立特殊目的载体（special purpose vehicle, SPV，也称特殊目的机构）完成了破产风险隔离；而且它通过真实出售实现表外融资既满足资本充足率的要求，又降低了账面风险；最后，它又通过信用增级制度来确保债务人按时支付债务本息，在获得更高级别信用评级的时候，也提高了资产证券化交易的质量和安全性。

2008年爆发的全球金融危机让我们看到了这个看似完美的融资工具在现实的制度环境下也蕴藏着巨大的风险，揭示了宏观金融体系的复杂性。美国的银行漠视风险，主动降低了贷款标准，将钱贷给了资信较差甚至无偿还能力的人。同时，银行为了转移风险，在金融创新的幌子下，通过资产证券化，对次级债层层打包变成创新债券等产品，卖给国内外的投资者，在金融杠杆的作用下，风险也被逐渐放大，并通过金融国际化把风险传递到了全世界。当然，系统风险监管的缺失、风险监管体系的不完整以及美国政府和金融监管机构对银行的监管不到位，对危机的产生和扩大也负有不可推卸的责任，其中，美国的评级机构也起到了推波助澜的作用。

我国“拿来主义”式的资产证券化实践探索最早见于1992年的三亚地产投资券。中国工商银行与中国远洋运输总公司于2002年启动的ABS融资项目是国内银行首次参与境外资产证券化业务，也标志着我国金融业由此开始了轰轰烈烈的证券化实践征程。一方面，2005年的《信贷资产证券化试点管理办法》《信贷资产证券化试点会计处理规定》《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》《关于证券公司开展资产证券化业务试点有关问题的通知》（征求意见稿）随之出台；另一方面，在试点开始后，试点单位主要着眼于微观细节问题，而政府部门主要关注外部制度性问题。至此，我国资产证券化的基本框架初建成效，2005年也被记为中国资产证券化的元年。

我国资产证券化试点因其不同的主体及机构可分为两大模式，即信贷资产证券化和企业资产证券化。信贷资产证券化是在中国人民银行、银监会的监管体系下，主要采用信托

结构而设计的。企业资产证券化在证监会的监管体系下也逐步展开，在企业资产证券化模式的架构下，非金融企业将其具有可预测的稳定现金流收入的特定基础资产转移至证券公司，并通过客户资产专项管理计划发行证券化产品。2005年8月，中国联通以发起人身份完成了首个专项资产管理计划，成为我国企业资产证券化的标志性事件。

2005年后，资产证券化业务过度发展并直接导致了美国乃至全球性金融危机。直至近几年该项业务才再次引起管理层的重视，又逐步发展起来。

随着2014年年底银监会、证监会推出资产证券化的备案制，自2015年起，国内资产证券化发行呈现井喷之势。

（二）企业资产证券化的内涵

企业资产证券化是指企业将缺乏流动性但能产生稳定现金流的资产，通过结构性重组，转变为可以在金融市场上销售和流通的资产受益凭证，并据以融资的过程。

对于企业资产证券化的理解，包括三个要点：①基础资产是那些缺乏流动性，但在可预见的将来能产生现金流的资产，该资产能够持续保持正常的存续期，且现金流的产生分摊于整个资产的存续期间。②这种融资形式没有经过商业银行，而是在金融市场公开发行业务，因此属于直接融资范畴。③发行的证券一般是债券性质，证券的偿付是以基础资产未来的现金流为支撑的，而不是以企业的整体资产作为担保。因而某些信用评级较差的企业，发行企业债券和股票成本太高，但只要其拥有能产生稳定现金流的优质资产，就可以把优质资产证券化，从而达到低成本融资效应。

根据企业所持有资产的形式，企业资产证券化可以分为：①实体资产证券化，即使企业所拥有的实体资产向证券资产的转换，具体包括实物资产和无形资产为基础发行的证券。②信贷资产证券化，主要是把企业缺乏流动性但有未来现金流的应收账款等，经过重组形成资产，并以此为基础发行证券。③证券资产证券化，就是将企业已有的证券或证券组合作为基础资产，再以其现金流或与现金流相关的变量为基础发行证券。

（三）企业资产证券化的特点

资产证券化提供了将相对缺乏流动性的、个别的资产转变成流动性高、可在资本市场上交易的金融商品的手段。作为金融创新和金融工具，资产证券化有如下特征。

1. 基于资产信用融资

资产证券化根据基础资产的未来收益能力来融资，基础资产的信用水平与原始权益人的信用水平分离开来，投资者更多地关注资产池中基础资产的质量和水平以及未来产生现金流量的能力，资产证券化交易结构的严谨性和有效性，而原始权益人自身的信用等级则处于相对次要的地位。资产证券化为发起者提供了更加有效的、低成本的筹资渠道。

2. 表外融资

表外融资是指不在资产负债表上反映而仍然能够达到举借资金目的的融资安排。资产证券化融资通过出售资产换取资金，其基础资产的未来现金流并不出现在资产负债表中，不影响资产负债表中的资产项目，属于表外融资。资产证券化使原始权益人得以用出售资

产的方式融资，而不增加资产负债表上的负债，有助于改善企业的财务结构。

3. 融资风险相对较低

资产证券化创造了 SPV，发起人将拟证券化资产通过真实销售转移给 SPV，实现与发起人的破产风险隔离。这一结构保证投资者在发起人发生财务危机甚至破产时，也能取得稳定的收益。就像在企业与投资者之间构筑了一道坚实的“防火墙”，其风险不会传递给投资者，资产的信用风险与企业的经营风险无关，而只与基础资产的预期现金流相关。

4. 融资成本相对较低

通过资产证券化市场筹资比通过银行或其他资本市场筹资的成本要低许多，这主要是因为：发起者通过信用增级，具有比其他长期信用工具更高的信用等级，等级越高，发起者付给投资者的利息就越低，从而降低了筹资成本。投资者购买由资产担保类证券构成的资产组合的整体信用质量，而不是资产担保类证券发起者的信用质量。

二、企业资产证券化的基本原理

（一）基础资产的现金流分析

基础资产的现金流分析之所以是核心原理，是因为资产证券化运作的前提和基础是具有预期的、稳定的现金流，只有具备预期稳定的现金流，才能评估和确定以基础资产为支撑的证券价值，评级机构才能对现金流的确定性进行分析，从而进行信用评级。表面上，资产证券化是以资产为支撑的，而实际是以资产预期所产生的现金流为支撑的，没有预期的现金流就无法进行资产证券化，所以，基础资产的现金流分析是资产证券化资产的核心原理。

（二）资产重组

资产重组是指运用一定方式和手段对资产池中的资产进行重新分割和组合，主要是对资产进行选择与配置。资产重组原理实际上是从资产收益的角度进一步进行基础资产的现金流分析，通过资产的重组实现收益的重组，使资产证券化达到最优、均衡和成本最低的目的。

基础资产的选择是资产重组原理的一个重要内容。除了要求有现金流外，资产证券化还必须满足现金流的现值大于成本，这样发起人进行资产证券化才有利可图，才能激发发起人资产证券化的积极性。因此，对于能够证券化的资产也有一定的要求，即未来现金流容易确定、投资期限较长等，随着证券化技术的不断发展，这些要求也在发生一些变化，并没有非常严格，通常金融资产应具备如下特征：一是对现金流的要求，并没有非常严格要求可预测性和本息偿还分摊于整个存续期，并且现金流的期限结构要清晰；二是对信用的要求，要求原所有者有良好的信用记录，保持较低的违约率、损失率；三是对资产质量的要求，要求资产具有较高的变现价值，或者对债务人重要性较大，效用较高；四是对合同设计的要求，要求具有标准化、高质量的合同条款，通用性较强，便于监管。

(三) 风险隔离

风险隔离原理的核心内容就是通过技术操作把基础资产的风险和原始权益人其他资产的风险隔离开来,进而提高资产证券化的效率,以及最大化资产证券化交易中参与各方的收益。风险隔离机制是资产证券化特有的一项技术,也是与其他融资方式相比的优势所在。

实现风险隔离的首要条件是设立特殊目的载体(SPV)。从法律上看,SPV存在的唯一目的就是资产证券化,不能发生与资产证券化无关的业务。SPV既可以是发起人设立的专门的子公司,也可以是其他的金融中介机构。发起人必须将资产真实销售给SPV。

把基础资产真实出售给SPV后,基础资产的风险和原始权益人其他资产的风险就从法律上隔离开来了,并且保证资产出售者对资产没有追索权,其风险不会传染给资产证券化持有人,而只与证券化本身的风险有关。资产证券化过程中设立的SPV是不容易破产的,基础资产真实出售给SPV后,原始权益人对该资产没有追索权,即使原始权益人经营不善或破产,该资产也不会被列入清算资产,也就是说其风险也不会“传染”给证券持有者,证券化交易的风险只与证券化资产本身相关,而与原始权益人的风险无关。因此,企业的经营风险或破产风险对资产支持证券的影响比较小。

相反,股票、债券等传统融资方式要求以企业的整体信用为担保,一旦企业经营出现问题或者破产,股票、债券等证券的偿付就会出现问题,影响到证券持有人的收益,甚至导致血本无归。

(四) 信用增级

信用增级是通过额外信用的引入,来分散证券化资产的整体风险,继而相应分散投资者的风险,提高证券化资产的信用级别的多种金融手段的总称。资产支持证券发行必须经过信用机构的评级,其评估重点是基础资产能否及时提供足额的现金流,以保证证券的定期支付能力。在大部分的资产证券化设计中都需要内部信用增级,而在内部信用增级无法达到所需的评级时就需要外部信用增级机构提供信用支持。

1. 内部信用增级

内部信用增级依赖于基础资产本身,内部信用增级是指SPV通过调整证券化结构、重新分配现金流,使资产支持证券达到所需的信用级别。其主要形式有:优先/次级结构、超额抵押、出售者追索权、储备金、利差账户等。

2. 外部信用增级

外部信用增级是指通过发行人之外的机构提供的全部或部分信用担保,借以提高资产支持证券的信用级别。外部信用增级依赖于独立的第三方(信用担保机构)的信誉,其主要方式有:相关方担保、信用证、专业保险、企业担保、现金抵押账户。

三、企业资产证券化的基本流程

一次完整的证券化融资的基本流程是:发起人将证券化资产出售给一家特殊目的机构

(special purpose vehicle, SPV), 或者由 SPV 主动购买可证券化的资产, 然后 SPV 将这些资产汇集成资产池 (assets pool), 再以该资产池所产生的现金流为支撑在金融市场上发行有价证券融资, 最后用资产池产生的现金流来清偿所发行的有价证券, 如图 3-3 所示。

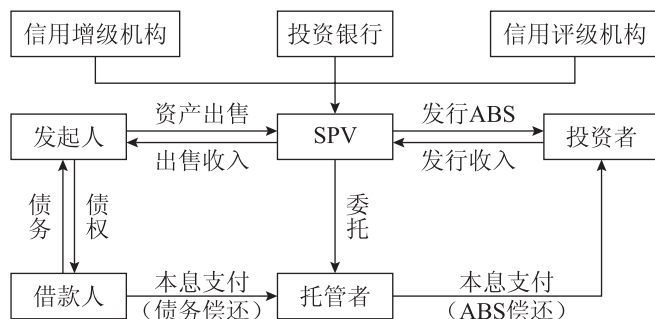


图 3-3 资产证券化交易结构示意图

(一) 企业资产证券化的参与主体

资产证券化交易比较复杂, 涉及的当事人较多, 一般而言, 下列当事人在证券化过程中具有重要作用。

(1) 发起人。发起人也称原始权益人, 是证券化基础资产的原始所有者, 通常是大型工商企业, 但中小型企业也可以作为发起人。

(2) 特殊目的机构 (SPV)。这是指接受发起人转让的资产, 或受发起人委托持有资产, 并以该资产为基础发行证券化产品的机构。SPV 的原始概念来自防火墙的风险隔离设计, 它的设计主要为了达到“破产隔离”的目的。SPV 的业务范围被严格地限定, 所以它是一般不会破产的高信用等级实体。SPV 在资产证券化中具有特殊的地位, 它是整个资产证券化过程的核心, 各个参与者都将围绕着它来展开工作。

(3) 资金和资产存管机构。为保证资金和基础资产的安全, 特定目的机构通常聘请信誉良好的金融机构进行资金和资产的托管。

(4) 信用增级机构。此类机构负责提升证券化产品的信用等级, 为此要向特定目的机构收取相应费用, 并在证券违约时承担赔偿责任。有些证券化交易中, 并不需要外部增级机构, 而是采用超额抵押等方法进行内部增级。

(5) 信用评级机构。如果发行的证券化产品属于债券, 发行前必须经过评级机构进行信用评级。

(6) 承销人。承销人是指负责证券设计和发行承销的投资银行。如果证券化交易涉及金额较大, 可能会组成承销团。

(7) 证券化产品投资者, 即证券化产品发行后的持有人。

除上述当事人外, 证券化交易还可能需要金融机构充当服务人, 服务人负责对资产池中的现金流进行日常管理, 通常可由发起人兼任。

（二）资产证券化的基本流程

1. 发起人选择拟证券化的基础资产，通过捆绑组合形成资产池

发起人根据自身的融资需求和现有资产的情况，选择适合证券化的资产作为基础资产。一般而言，证券化资产不限于一种，通常把多种资产组合起来，形成资产池。资产池必须具有一定的规模，以减少非系统风险，达到资产证券化交易的规模效应。

2. 设立特殊目的载体（SPV）

在标准的资产证券化运作过程中，SPV是一个专门为实现资产证券化而设立的特别法律实体，没有固定的组织形式和运作架构，发起人通过签订买卖合同将资产池出售给SPV。SPV在法律上是独立于基础资产的原始权益人的，原始权益人的风险不会影响证券化资产，从而实现了破产隔离。

3. 发起人将基础资产出售给 SPV

发起人将基础资产出售给 SPV 时，双方需要签署金融资产书面担保协议，法院根据此协议裁定该资产是否属于真实出售，只有真实出售以后才能保证原始权益人其他资产的风险与基础资产的风险相隔离，基础资产不受原始权益人破产的影响，以达到风险隔离的目的，降低对投资者利益的损害。

4. 对资产支持证券进行信用增级

信用增级的目的是保证资产支持证券能够被及时足额地偿付，提高证券的信用等级。信用增级降低了投资者的风险，增加了资产支持证券对投资者的吸引力，有利于证券的顺利发行和畅销。信用增级提高了证券的信用等级，有利于降低融资费用。SPV 会聘请评级机构对证券化交易进行评估，以确定需何种程度的信用增级，一般是多种信用增级形式并用。

5. 信用评级

信用增级完成之后，SPV 将再次聘请信用评级机构进行信用评级，并向投资者公布结果。信用等级越高，证券的发行成本越低，发行条件就越好。在资产证券化过程中信用评级机构只对基础资产未来产生现金流的能力进行评估，而不需要对发行人整体资产进行评估，因此选择优质的资产并将其从整体资产中剥离出来，配以一系列信用增级措施，就可获得远高于原始权益人自身信用等级的信用评级。

6. 证券设计与发行

证券的设计与发行由证券承销商来完成，SPV 一般委托投资银行作为承销商。投资银行在设计证券时要充分了解发起人的目标和要求，熟悉政治经济环境、投资环境、金融市场环境、法律和税务环境，掌握必要的技术和手段，选择合适的证券交易品种并发行上市。

7. 现金流管理及偿付

证券发行上市以后，从证券承销商那里获得的现金收入将用来支付各种款项：证券化资产的购买价款，评级机构、投资银行等中介机构的服务费用等。SPV 一般委托发起人作为服务人管理资产池，收取和记录各项资产的现金流入，并在规定的证券偿付期内支付本金和利息给投资者。

四、企业资产证券化的风险及防范

（一）企业资产证券化风险

1. 信用风险

企业资产证券化的参与主体包括发起人、特设机构、代发行机构、信用担保机构、信用评级机构、投资者、受托管理者等，参与者众多，在整个融资过程中，参与主体对它们所承诺的各种合约的违约都会对资产证券化业务整体带来影响和损失。信用风险产生于这一融资方式的信用链结构，表现为证券化资产所产生的现金流不能支持本金和利息的及时支付。

2. SPV 破产风险带来的沉没成本

作为资产证券化核心的 SPV，它成立的主要目的是规避资产证券化企业的破产风险。但它作为一个新成立的组织，本身同样会面临着破产风险。SPV 自身破产风险的发生，一是来自于自愿破产，即 SPV 主动申请破产；二是来自于强制性破产，即 SPV 债权人申请破产。SPV 的破产同样会造成企业资产证券化项目的失败。

3. 利率与汇率风险

利率与汇率风险是指由于利率与汇率的变化而使发放证券的机构或者证券所有者所遭受损失的风险。企业资产证券化如果在国内进行操作，一般都会面临利率风险；如果采用境外操作，则又会面临汇率风险。要实现资产证券化，就需要正确的预测利率与汇率的未来走势，并且采取必要的措施和手段来规避利率波动所造成的风险。

4. 提前偿付风险

企业和持有者之间合同上的条款有可能已经规定：企业有权在债券到期之前提前偿还全部或者部分债券。企业往往需要这种权利，以保证在未来某个时间，市场利率比资产证券化成本率低的情况下，企业有权终止这种证券业务，再以较低利率发行的新债券或实行新的资产证券化业务去替代它。这种请款就是短期赎回，等同于企业是在行使一种期权，以便按对其更为有利的条件进行再融资。

5. 现金流异动风险

现金流不稳定和不足是一个严重的风险，其主要来源是企业的资产证券化融资这一过程，主要是指由于资产证券化的项目本身所不能控制的原因导致该项目的现金流明显与预期相异的风险。例如，管理人的管理偏差，有可能会造成现金流的暂时短缺，但更有可能的原因是环境变化所引起的收益下降。通常情况下，对企业来说，其证券化资产的未来收益权是比较稳定，或稳定增长的，这也是它适合利用资产证券化方式筹资非常重要的原因。但毕竟其证券化资产未来现金流只是一种预计的未来收入，还没有兑现，原始债权人也不一定会进行百分之百的偿付，这样就造成了潜在的所谓的流动性风险。

6. 信息风险

资产证券化的信息披露主要包括两个方面：一是发行人定期向投资者发布项目运行报

告；二是信用评级机构根据资产证券发行人的结构、标的资产、行业和整体经济情况等，发布资产证券化产品的信用评级报告。这两种方式贯穿于资产证券化产品的发行和交易阶段。在这两方面都存在信息披露不及时、不准确、不完整、不真实或者进行虚假陈述、恶意误导等行为，而投资者基本上是根据这两方面的公开信息进行投资选择的，在无法保证信息的及时、真实、完整、准确的情况下所进行的投资决定存在较大风险。

7. 政策与法律风险

政策风险是指因为融资者所在国政治形势发生变化，从而导致融资方信用结构改变或者债务偿还能力改变等而发生的风险。法律风险，主要指在具体实施资产证券化时有可能遇到的涉及法律的风险。每一个国家的法律都可能在债券期限内发生变化，带来的损失或收益的大小也无法估计。同时，法律本身也可能存在模糊性，可能导致投资者所依赖的法律在司法实践中可能以与投资者理解相异的方式表现。

（二）资产证券化风险防范方案的运行

1. 完善企业资产证券化市场体系和法规体系

健全的法律体系是金融市场有效运行的制度性保障，相关部门应该研究制定企业资产证券化的法律、法规，对现有不符合实际的法规进行修改完善，以适应当前企业资产证券化的要求。

2. 严格审查拟资产证券化企业

应该重视企业资产证券化，将其作为重要的融资渠道。但必须对要进行资产证券化企业的资格进行严格审查，同时要结合企业实际，防止出现符合条件的企业被否决，而不符合条件的企业蒙混过关的情况。

3. 健全金融市场服务机构

积极培育有资质的中介服务机构，健全金融市场的服务机构和评估机构，保持资产证券化渠道畅通，促进企业资产证券化的实施，为企业资产证券化提供支持。

4. 审慎选择基础资产

证券化的基础资产必须满足一定的条件，首先要有稳定的现金流；其次数量要符合相关规定；最后证券化资产还要达到市场接受的信用评级。

5. 提高资产证券化金融产品的流动性

证券化金融产品必须具备较强流动性，才能实现资产证券化的目的。而证券化金融产品的流动必须要有相应的交易机制来推动，应该在二级市场上创新交易模式，提高证券化产品的流动性。

【案例 3-3】

京东白条资产证券化项目

2015 年 10 月 28 日，京东白条应收账款债权资产支持专项计划（以下简称京东白条 ABS）在深圳证券交易所（以下简称深交所）正式挂牌，这是市场上第一个基于互联网消费金融的资产证券化产品。从深交所网站和《京东白条应收账款债权资产支持专

项计划说明书》披露的内容来看,京东白条ABS发行总额为8亿元人民币,分为优先01级、优先02级和次级三档。

(一) 背景

2014年2月京东商城上线隶属京东金融的京东白条产品,该产品服务对象主要是京东商城会员,服务内容是为其提供延期支付和分期支付。在延期支付上,京东白条提供30天免息期,用户可以享受“先消费,后付款”服务。在分期支付上,京东白条提供3月、6月、12月和24月的分期支付服务,服务费按每月0.5%~1.2%的费率计算,逾期后按日0.05%费率收取罚金。随着京东商城交易额快速增长,京东白条在使用人数和使用金额上都获得了大幅提升,成为京东金融最重要的产品之一。目前,京东白条的应用范围已经从京东商城扩展至住房、旅游、装修、购车等京东商城以外的多个场景。

自2014年京东白条上线以来,京东世纪贸易利用自身平台优势虽然可以获得供货方的账期优惠服务,但该产品仍会占用京东集团大量自有和运营资金。从市场准入角度来看,京东金融由于不具备银行、证券、消费金融等方面牌照,金融机构定位并不明确,因此获取资金的渠道较少且成本较高。从主观意愿来看,为降低资金成本、拓宽资金渠道、扩大京东白条业务规模,京东集团具有实行资产证券化的强烈意愿。从客观条件来看,在新一届政府“盘活存量,用好增量”的金融改革思想指导下,自2012年起,资产证券化试点规模迅速扩大,配套政策日益完备,市场条件逐渐成熟,这为互联网金融资产证券化项目成功实施奠定了相应的基础。

(二) 交易流程

京东白条ABS交易结构如图3-4所示,其操作流程如下:

(1) 原始权益人京东世纪贸易在其存量京东白条应收账款债权资产中遴选出符合“合格标准”的白条应收账款债权形成最初的基础资产池。

(2) 计划管理人华泰资管设立并管理资产支持专项计划(SPV),投资者通过与计划管理人签订《认购协议》并缴付认购资金,取得资产支持证券,成为资产支持证券持有人。

(3) 计划管理人运用专项计划资金购买原始权益人(资产转让方)应收账款债权资产,即原始权益人(资产转让方)在专项计划设立日转让给专项计划的、原始权益人对用户的应付货款及服务费的请求权和其他附属权利。

(4) 计划管理人委托基础资产转让方作为资产服务机构,对基础资产进行管理,包括但不限于基础资产资料保管、对用户应还款项进行催收、运用前期基础资产回收款滚动投资后续资产包等。其中,运用前期基础资产回收款滚动投资后续资产包属于循环购买设计,具体是指,在循环期内,前期基础资产回收款项后,并不分配给资产支持证券持有人,而是用于购买新的符合“合格标准”的基础资产,进行再投资。

(5) 托管人兴业银行依据《托管协议》的约定,管理专项计划账户,执行计划管理人的划款指令,负责办理专项计划名下的相关资金往来。

(6) 京东白条用户向资产服务机构偿还白条本息,资产服务机构将其划付至专项计划账户,计划管理人按照合同的约定将基础资产的收益分配给专项计划资产支持证券

持有人。

(7) 登记托管机构 (中国登记结算深圳分公司) 负责交易本息划付。

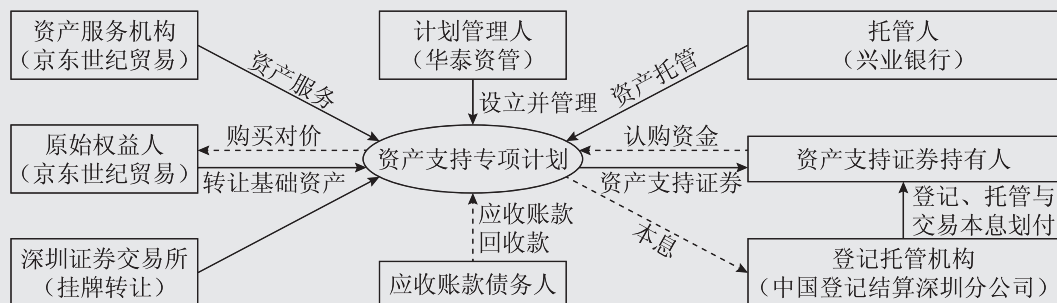


图 3-4 京东白条 ABS 交易结构图

(三) 资产池构成

京东白条证券化的基础资产为京东提供白条服务所产生的符合条件的应收账款债权资产。白条应收账款产生于原始权益人京东世纪商城与用户之间的买卖合同法律关系，且限定该债权资产不存在其他第三方主张获取该资产所有权的权利，从而保证证券投资者未来可以获取本金及预期收益的权利。由于赊销期限较短，基础资产与京东白条证券化发行的产品存续期间之间存在期限错配问题，该结构的资产池采用了再循环购买、动态资产池模式。循环期内，资产服务机构可将基础资产到期回收的现金流扣除必要税金、费用与收益之后继续用于购买基础资产，使资产池维持相对稳定的规模。当循环期结束进入摊还期时，消费金融贷款资产池产生的现金流归集后按照约定顺序先支付税费，后向各层级资产支持证券持有者偿付本金和收益。

(四) 信用增级安排

该专项计划选用内部信用增级安排，通过优先、次级分层结构实现信用增级。具体根据资产支持证券所具有的不同风险、收益顺序，可以将资产支持证券分为优先 01 级 (AAA 评级)、优先 02 级 (AA- 评级) 和次级资产支持证券 (未评级) 三种。原则上优先 01 级、优先 02 级和次级资产支持证券的比例为 75:13:12。优先级由投资机构完成认购，次级资产支持证券则由原始权益人全部认购，不参与发行流通。优先级证券在循环期按季度分配利息，摊还期按月摊还本息，次级证券只在摊还期优先级证券本金清偿完毕后获得剩余收益，只有在原始权益人自行认购的次级证券完全承担后仍存在亏损的情况下才会由优先级证券承担。此外，根据测算，专项计划的存续期间优先级和次优先级资产支持证券的现金流覆盖率超过 110%，可实现超额现金流覆盖的信用增级效果。

(五) 加速清偿机制

若资产池应收账款逾期率和坏账率达到一定比例时将触发加速清偿机制，基础账户内记录的资金不再用于购买原始权益人符合合格标准的资产，证券化服务账户现有全部资金将转入专项计划账户用于对证券持有人的分配。该信用触发机制能够实现违约情况下对归属于原始权益人的资产与归属于专项计划的资产的有效隔离。

（六）交易主要风险点及缓释风险措施

1. 基础资产质量下降而导致的信用风险

目前京东白条的逾期及不良情况较少，如果原始权益人业务扩张，可能会出现备选入池的基础资产信用风险增加的情形。此外，未来京东可能对其白条用户以降低服务费的手段进行促销，且无服务费的白条资产可能增多，因此入池白条资产的加权服务费率会有所下降。

针对此风险，专项计划设计了相应的合格标准，须满足合格标准方能入池，还设计了赎回和置换机制。在专项计划期限内，如果计划管理人或者资产服务机构发现不符合资产保证的基础资产，计划管理人应当按照《资产买卖协议》的规定通知原始权益人对此不合格基础资产予以赎回。如果计划管理人或者资产服务机构发现“灭失基础资产”，即在专项计划购买某笔基础资产后，而该笔基础资产对应的购物订单在交付商品前被取消或发生退货或由于系统记录错误，该笔基础资产对应的应收账款并不存在，原始权益人应当按照《资产买卖协议》的约定，用其自有的、符合合格标准且应付贷款余额不低于灭失基础资产名义应收贷款余额的应收账款资产（单笔或组合资产），对灭失基础资产进行置换。此外，专项计划也对资产池不良率进行了限制，如果循环购买过程中相关指标超过阈值，将采取相应的风险监控和防范措施，或启动加速清偿机制。

2. 再投资效率下降风险

专项计划基础资产的回收款可能因为原始权益人后续缺乏符合合格标准的京东白条应收账款资产，而无法或者不能足额进行循环购买。再投资效率下降会导致基础资产收益率降低。

对此，由于京东白条是未来重点发展的部分，因而可以预见未来可供购买的基础资产将远大于发行总额。在循环购买期间，资产池应付贷款余额累计 60 个自然日未达到资产支持证券未偿本金余额的 100%，则会启动加速清偿机制，保证优先级投资者的预期收益及本金。

3. 资产及收益混同风险

专项计划的首次及后续购买的基础资产在存续期内由原始权益人作为资产服务机构监控和管理，不排除与原始权益人其他京东白条应收账款资产及收益混同的风险。针对此风险，计划管理人要求资产服务机构在其 IT 系统中单列一数据区域，将计划管理人委托管理的基础资产分别保存、分开管理。同时，计划管理人可随时查看该部分基础资产的信息，相关机构相互制约、监督。

另外，在发生资产服务机构解任事件或者京东白条用户未履行其在《京东白条服务协议》项下的任何义务以致须针对其提起诉讼或仲裁的事件时，资产服务机构应当在事件发生后 7 个工作日内以挂号信的方式通知全部或相关基础资产用户，原始权益人在相关《京东白条服务协议》项下的相关债权已经转让给计划管理人，用户应将其应支付的款项支付至计划管理人指定的账户。该措施也有助于区分专项计划资产与原始权益人自身资产，以避免资产混同。

（七）小结

京东白条 ABS 作为首个互联网消费金融的资产证券化产品，以电商平台赊销产生的应收账款作为基础资产，而且为了实现短期应收账款资产与长期的资产支持证券实现期限匹配，还设计了循环购买机制，具有一定的市场示范意义。对于京东世纪贸易来说，京东白条 ABS 的意义还在于盘活大量沉淀的应收账款债权，为企业提供流动性。京东以初次入池的 8 亿元应收账款债权回笼了 7 亿多元资金，最终只持有 9 600 万元的次级产品，为企业带来了大量的现金流，这不仅对于京东完善自有物流体系、拓展自营业务有重要作用，同时也为京东发展金融创新业务提供了资金。如果京东能够进行很好的风险管理，控制白条的坏账率，其持有的次级产品还能为其带来丰厚的收益。

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）



二、简答题

1. 请简要回答公司债券的含义。
2. 公司债券信用评级的内涵是什么？
3. 什么是可转换公司债券，它有何特征？
4. 请简述企业资产证券化的含义。

第四章 私募股权基金与风险投资

内容提要

私募股权基金作为资本市场上的一种独立投资类型，是在股票交易所之外将自有资本投入企业中，以支持企业或者行业的技术创新与市场开拓。风险投资，又称为创业投资，不同于传统的投资活动，有着鲜明的特色、体系和运作模式。从广义的角度来看，风险投资也被认为是私募股权投资的一种。本章第一节介绍私募股权基金的概念、分类及其运作流程；第二节论述了私募股权基金协助企业转型的模式；第三节介绍了风险投资的概念及其基本特征；第四节论述了风险投资的投资决策体系，重点论述了风险投资项目的评价体系。

学习要点

- 掌握私募股权基金的概念和分类；
- 掌握私募股权基金协助企业转型的模式及其策略性角色与功能；
- 掌握风险投资基本含义及其特点；
- 理解风险投资项目评价的决策方法。

第一节 私募股权基金概述

一、私募股权基金的概念

（一）私募股权基金的定义

在私募股权基金的历史文献中，曾多次提及“哥伦布”这个名字，如果没有西班牙王室的支持，哥伦布就不可能发现新大陆，这可谓是私募股权基金概念的源起。近代意义的私募股权基金出现在美国 20 世纪 40 年代，其投资目的是给年轻的新创型企业提供在企业发展过程中所需要的资金，并从其发展中获利。美国私募股权基金发展从 1945 年美国研究和开发公司（ARD）成立起至今，历经了萌芽阶段、发展阶段、高速增长阶段及成熟阶段，在美国已是发展相当成熟的行业。

私募是指其运作模式的非公开性，相对于公募而言，私募股权基金仅向一定范围内的机构或特定个人投资者募集资金。私募股权基金不可通过宣传资料、媒体广告或研讨会等宣传方式进行推销，而募集资金的对象，相较于公募面向广大的公众投资者，私募仅对少数特定且具有丰富的行业投资经验和充足资金的投资者募集资金^①。

^① 不过，随着金融市场的发展，私募股权基金的私募、非公开的概念亦非绝对，已有少数私募股权基金为提高企业的透明度、加强资金流动性，而选择上市、通过股票市场募集资金。例如，2006 年 5 月，美国私募股权基金 KKR Private Equity Investors（KKR）在阿姆斯特丹 Euronext 泛欧交易所上市；美国私募股权基金黑石公司于 2007 年 6 月于纽约交易所上市。

私募股权基金 (private equity fund, PE), 是指投资于非上市股权, 或者上市公司非公开交易股权的一种投资方式。从投资方式角度看, 私募股权基金是指通过私募形式募集资金, 并对私有企业, 即非上市企业进行的权益性投资, 在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制, 即通过上市、并购或管理层回购等方式, 出售持股获利。

在对私募股权基金的理解上, 有广义与狭义之分: ①广义的 PE 包含创业风险投资以及从事后期阶段的投资, 甚至收购及兼并活动的股权投资活动, 因为创业风险投资或非创业投资活动性质的私募股权基金, 都是私募股权基金的方式运作, 仅为投资标的发展阶段上的不同; ②狭义的 PE 主要指对已经形成一定规模的, 并产生稳定现金流的成熟企业的私募股权投资部分, 主要是指创业投资后期的私募股权投资部分, 而这其中并购基金和夹层资本在资金规模上占最大的一部分。在中国 PE 主要是指狭义上的 PE。

(二) 私募股权基金的特点

1. 私募

在资金募集上, 主要通过非公开方式面向少数机构投资者或个人募集, 它的销售和赎回都是基金管理人通过私下与投资者协商进行的。在投资方式上也是以私募形式进行, 绝少涉及公开市场的操作, 一般无须披露交易细节。在引进私募股权投资的过程中, 可以对竞争者保密, 因为信息披露仅限于投资者而不必像上市那样公之于众。

2. 权益型投资

私募股权基金多采取权益型投资方式, 绝少涉及债权投资。投资后采取“资金+服务”的运作方式, 不仅单纯提供被投资企业资金, 还参与其经营管理, 提供增值服务。

3. 投资期限长

对非上市公司的股权投资, 或者投资于上市公司非公开交易股权, 因流动性差被视为长期投资 (可达 3~5 年或更长), 所以投资者会要求高于公开市场的回报。

4. 资金来源广泛

私募股权基金的资金来源广泛, 如富有的个人、风险基金、杠杆收购基金、战略投资者、养老基金、保险公司等都有可能成为其资金来源。对引资企业来说, 私募股权基金不仅有投资期长、增加资本金等好处, 还可能给企业带来管理、技术、市场和其他需要的专业技能。相对于波动大、难以预测的公开市场而言, 私募股权基金是更稳定的融资来源。

5. 没有上市交易

私募股权基金没有现成的市场供非上市公司的股权出让方与购买方直接达成交易。而持币待投的投资者和需要投资的企业必须依靠个人关系、行业协会或中介机构来寻找对方。

6. PE 投资机构多采取有限合伙制

有限合伙制度是指在有一个以上的合伙人承担无限责任的基础上, 允许更多的投资人承担有限责任的经营组织形式。这种企业组织形式有很好的投资管理效率, 并避免了双重征税的弊端。

7. 投资退出渠道多样化

退出渠道有首次公开发行 (IPO)、售出 (trade sale)、兼并收购 (M&A)、标的公

司管理层回购等。

二、私募股权基金的分类

(一) 按投资阶段不同分类

根据被投资企业的发展阶段,从广义的角度可以把私募股权基金分为风险投资(venture capital)、成长型资本(development capital)、并购基金(buy out/buy in fund)、夹层资本(mezzanine capital)、重振资本(turnaround capital)、Pre-IPO 资本(如 Bridge Finance),以及其他如上市后的私募投资(private investment in public equity, PIPE)等。

1. 风险投资(venture capital, VC)

风险投资主要是指向新兴的、发展迅速的、具有发展潜力的初创企业提供资金支持并取得股权的一种投资基金,即主要投资处于种子期(seed stage)、初创期(start-up stage)及成长早期等各个时期的中小型、未上市的新建企业。

2. 成长型资本(development capital)

主要投资处于成长扩张期的企业,此时企业已于市场上具有一定的占有率,营销模式和管理模式也初步确立,拥有良好的治理结构,管理团队人员基本稳定,已可从市场获取经营收入与利润,但企业仍急需资本以进一步扩大市场占有率、调整经营方向或投资进入其他市场领域。通常用 500 万~3000 万美元的投资规模,经历 2~3 年的投资期,并在可控风险措施下,寻求 4~6 倍的可观回报。

3. 并购基金(buy out/buy in fund)

并购基金是私募股权基金运用较为广泛的投资方式之一,并购业务可以说是私募股权基金业务的核心组成部分。并购基金主要专注于对目标企业进行并购的资本,通过收购目标企业股权,获得对目标企业的控制权,然后对其进行一定的重组,改善企业资产结构并提升业绩,必要时可能更换企业管理层和经营机制,运作成功并持有一段时间后再转让出售。并购基金投资于相对成熟的企业,这类投资包括帮助企业新股东融资以收购其他企业、帮助企业融资以扩大规模和产能。

并购基金与其他类型投资的不同表现在于,风险投资主要投资于创业型企业,并购基金选择的对象是成熟企业;其他私募股权投资对企业控制权无兴趣,而并购基金意在获得目标企业的控制权。因此,一般而言,并购基金的交易额较大,通常会运用杠杆收购(LBO)方式募集资金,在国际资本市场中,并购基金的身影通常出现在内部管理层收购(MBO)及外部管理层收购(MBI)中。

4. 夹层资本(mezzanine capital)

Mezzanine 源自于拉丁语的“medianus”,指位于剧院一楼和二楼间的中间层,即夹层。夹层资本是属于一种介于优先债权和股权之间的融资方式,和优先债权相比,夹层融资是带有一点股权性质的债权,当企业进行破产清算时,优先债务提供者首先得到清偿,其次是夹层资本提供者,最后是公司的股东。为补偿夹层资本提供者的风险,此类债权通常伴随着相应的认股权证,可于约定的时间和价格条件,购买该企业的股权或将剩余的债权转

换为股权，即夹层资本提供者将资金贷予借款人，除要求借款人还本付息外，在一定条件下还可以将剩余债权转换为股权或另行认购。因此，对投资者来说，夹层资本的风险介于优先债务和股本之间。

5. 重振资本（turnaround capital）

重振资本一般指投资于有市场、有生产力但面临财务困难、亟需一定资金助其摆脱困境的公司。投资后，重振资本通过改善经营管理、提高经营效率、经营团队改组等手段协助公司走出困境。

6. Pre-IPO 资本（pre-initial public offering investment）

Pre-IPO 投资主要投资于短期内将要首次公开发行股票并上市的企业，或预期将要上市的企业。Pre-IPO 投资一般在上市后从公开市场出售股票退出，其中一部分股份也可按发行价通过公开发售旧股的方式退出。Pre-IPO 投资的时点是在企业规模与盈利已达到上市条件时，甚至企业已经站在股市门口时。

7. PIPE（private investment in public equity）投资

PIPE 投资是指购买上市公司股权的私募股权投资，其投资方式包括以市场价格的一定折价率直接购买上市公司原有股东的旧股、参与配股、增发新股、资产注入或将上市公司私有化。PIPE 投资适合于上市公司的私募再融资。

（二）按组织形式不同分类

私募股权基金按照组织形式不同可以分为有限合伙型私募股权基金、公司型私募股权基金和信托型私募股权基金。

1. 有限合伙型私募股权基金

有限合伙型私募股权基金是指由一个以上的有限合伙人（limited partner, LP）和一个以上的普通合伙人（general partner, GP）成立合伙协议、认购基金份额，成立合伙企业的基金组织形式，是现在国际上私募股权基金普遍采用的形式。

有限合伙人仅以出资为限承担有限责任，为基金大部分资金的提供者，可以是个人或养老金基金、保险基金等机构投资者，收入主要来源于基金的利润分红，没有管理义务。普通合伙人须对合伙企业的债务负担无限连带责任，一般由基金管理人担任普通合伙人，投入相当份额的资本，通常不低于 1%，并由其代表私募股权基金对外进行基金经营活动，享有管理和投资决策权，收益主要来源于基金管理费和一定的分红。

2. 公司型私募股权基金

公司型私募股权基金是具备独立法律人格的企业法人，以自己名义享有权利、负担义务，而入资基金的基金份额持有人对基金的投资享有全面的公司股东权利，并通过董事会选任基金管理人，一旦公司型的私募股权基金出现投资失败，身为股东的基金份额持有人仅需以其出资额为限承担相对应的投资损失。

公司型私募股权基金与有限合伙型私募股权基金相较，具有较多的资合特性，股权转让原则上并不会影响基金，基金管理人的变动也不会导致基金解体，因此具有较好的稳定性。公司型私募股权基金受公司法规范，公司治理制度较完善，有助于保护投资人的利益。

其缺点是缺少足够的灵活度，且须负担更高的制度成本，其中双重征税问题最为关键，一方面公司就其赚取的投资收益需要缴纳各类税捐，而另一方面作为股东的基金份额持有人基于公司盈利而获取的股利须缴纳个人所得税，使基金的营运成本增加、压缩获利空间。

3. 信托型私募股权基金

信托型私募股权基金是通过当事人之间以专门的信托契约明确各自的权利与义务而形成的私募股权基金。投资者在信托关系中作为委托人，投资资本；基金管理人作为受托人有经营管理的权利；信托关系中的托管人有保管资金和监督的权利。三者根据信托契约行使权利、履行义务，基金管理人和托管人向委托人收取一定的管理费和托管费。信托型的私募股权基金与上述两种类型的基金不同，它不是一个独立的财产，它的所有权转移到基金管理人所有，因此基金管理人可以自己的名义管理基金。由于基金管理人的权利较大，不仅有所有权还有经营权，所以需设立基金托管人来监督基金管理人的行为。

三、私募股权基金的运作流程分析

私募股权基金的运作可以分为三个部分，即资金募集、投资决策选择和退出渠道分析。这三个部分将私募股权基金如何能够充分募集到资金、如何运用资金投资以及如何把资金从企业中安全地撤离并获取收益，有效地连接在一起，从而使私募股权基金能良好的运作。

（一）资金募集

私募股权基金在运作过程中主要包括三个行为主体：一是投资者，提供投资的资本，可以是自然人或企业机构等组织；二是中介机构（私募股权基金管理公司），专门从事投资活动，负责投资组合及基金的日常管理；三是投资对象，是资金的最终需求者，也是PE基金的利润贡献者。

筹集资金是发起设立私募股权基金的第一步，将资金通过各种渠道募集起来，继而才可以通过有效的组织形式进行运作。私募股权基金投资期限长，因此募集对象一般为长期投资者，私募股权基金的主要投资者有政府、机构投资者、大型企业和个人等。

（1）政府。从私募股权基金在各国的发展来看，因政府资金具有资金稳定性及可信度较高的优点，使其已成为私募股权基金重要的资金来源之一，美国小企业投资公司就是典型的政府出资推动中小企业发展的例子，英国、日本、新加坡及以色列等国政府都直接参与私募股权基金，并对基金的投资行为进行一定程度的干预。

（2）机构投资者。机构投资者是私募股权基金的重要资金来源。机构投资者是指使用自有资金或者从分散的大众募集资金专门进行投资活动的机构组织。一般而言，投资公司、保险公司、养老基金、各种社会福利基金及银行等金融机构是比较常见的机构投资者。

（3）大型企业。出于战略考虑而希望将盈余资金投资于相关企业的大型企业往往也是私募股权基金的重要资金来源，如通用汽车、英特尔等。许多大型企业会以合资或联营等方式将盈余资金投资于与自身战略利益相关的企业。而随着大型企业对创业投资参与程度的加深，此类投资不再局限于相关行业，为了实现资本增值和利润增长而转向其他行业。

(4) 个人。拥有大量资金的个人有将资金投入私募股权基金而获取投资收益的需求，此类资金来源通常稳定性较差、数量相对较少，且容易受投资者经济状况影响。而个人参与私募股权基金的途径，主要来自购买创业投资信托计划，随着个人财务实力及风险承担能力的增长，也有个人投资者以有限合伙人身份参与有限合伙型私募股权基金。

在募集过程中，私募股权基金通常采用承诺制，即机构投资者通常先承诺给基金管理公司特定数额的资金，但不是一次性交付。以有限合伙制为例，基金管理公司在设立时并不要求所有合伙人投入预定的资本额，有限合伙人可以给予承诺。当一般合伙人发现适当的投资机会时，他们只需要提前一定时间通知有限合伙人，并在一定时间内有限合伙人投入资金即可。因此，基金宣称的筹集资本是承诺资本额，并非实际投资额。

（二）投资决策选择

因为私募股权基金的投资项目具有高风险特点，所以对投资项目的筛选和评估是基金运作成功的关键一步。具体而言，投资决策选择这一过程又可以分为项目寻找、项目评估和项目管理三个部分。

1. 项目寻找

寻求投资项目是一个双向的过程：一方面，私募股权基金可通过发布投资项目指南，再由企业提交项目投资申请书，经基金的专门委员会进行评审筛选；另一方面，基金也可以采用主动出击的方式寻找投资项目，如通过朋友、银行、证券公司等中介机构的介绍，并在一定程度上依赖于人际关系和行业网络。一般而言，企业所在行业及发展阶段是私募股权基金筛选项目时的首要因素。

2. 项目评估

私募股权基金初步筛选投资项目后，应通过尽职调查获取目标公司更详尽的资料，以便于进一步项目评估。第一，评估目标公司管理团队的素质能力；第二，判断对投资项目的技术水平及可行性；第三，评估投资项目未来市场潜力，包括未来预期成本及定价等；第四，对投资公司进行财务评估，分析资金需求等；第五，评估投资项目的风险。

3. 项目管理

项目确定并进行投资决策仅仅是私募股权基金投资的开始。为了使基金达到预期回报，需要对目标企业进行一系列的项目管理运作。

(1) 资金投入过程。在确定对目标企业进行投资后，投资方与目标企业会进行条款的谈判，通过谈判以确定一种权益安排，使双方互惠互利、共担风险、共享收益并将其体现在契约中。契约条款一般包括：投资的金额、投资工具的安排、投资者监管和考察企业权利的确权、投资保护性条款及投资失利协定等，有时候还包括管理层激励条款。

私募股权基金以企业达到事先设定的目标为前提逐步注入资金。在投资过程中，根据基金及企业项目具体情况的不同，管理者可能采取联合投资的策略，这样一方面可以控制投资规模；另一方面也便于管理和借鉴其他基金的经验。

(2) 投资后的管理整合。为了防范风险，私募股权基金通常不仅对目标公司的日常运营进行监督管理，而且还介入目标公司的经营战略、组织结构调整等重大问题的决策。