

资产相对论：一个理论框架

何小锋 谭人友

(北京大学 经济学院, 北京 100871)

摘要：本文提出了一个系统的资产运营理论框架——“资产相对论”，用来解释中国资产运营实践。首先，在综合多种学说基础上定义资产为能够为其所有者带来可预期未来经济价值和战略价值的经济资源，强调资产具有价值性、不确定性、产权明确性、非消费性和多种形式等特性。资产可分为实体资产、现金资产、信贷资产和证券资产四类。其次，对现有资产运营理论进行了评述。国内研究主要分为三类：探讨资产运营的动因与风险、分析资产运营模式与案例、以及尝试建立中国理论框架。最后，本文建立了资产运营的理论模型。“资产运营的一般模式”分析四种资产形态之间的转换，包括 16 种基本转换过程。文章详述了两种重要方式：资产证券化和兼并收购，并阐明了各自的具体类型。“资产运营的超一般均衡”则分析转换后的均衡状态，关注四种资产的数量比例关系与存量增减变化，这反映了资本市场运营的顺畅程度和收入分配结果，可用于评估经济体的健康状态。

关键词：资产相对论；资产运营；理论框架

Asset Relativity: A Theoretical Approach

XiaoFeng HE RenYou TAN

(School of Economics, Peking University, Beijing, 100000)

Abstract: This paper proposes a systematic theoretical framework for asset operation, "Theory of Asset Relativity", to explain Chinese asset operation practices. First, based on a comprehensive synthesis of various theories, assets are defined as economic resources that can bring predictable future economic value and strategic value to their owners, emphasizing that assets possess characteristics of value, uncertainty, clear property rights, non-consumability, and various forms. Assets can be classified into four categories: tangible assets, cash assets, credit assets, and securities assets. Second, the paper reviews existing asset operation theories. Domestic research

本文节选自何小锋、谭人友著：《资产相对论：重组金融学》，北京：企业管理出版社，2020 年版，第六章。藉此缅怀谭人友博士。

【作者简介】何小锋，男，硕士，北京大学经济学院教授、博士生导师；谭人友，男，博士，北京大学经济学院。

is mainly divided into three categories: discussing the motivation and risks of asset operation, analyzing asset operation models and cases, and attempting to establish a Chinese theoretical framework. However, most studies lack a rigorous axiomatic system and can only be considered conceptual frameworks. Finally, this paper establishes a theoretical model of asset operation. The "General Model of Asset Operation" analyzes the transformation among four forms of assets, including 16 basic conversion processes. The paper elaborates on two important methods: asset securitization and mergers and acquisitions, and clarifies their specific types. The "Super-General Equilibrium of Asset Operation" analyzes the equilibrium state following transformation, focusing on the quantitative proportional relationships among the four types of assets and changes in their stock levels. This reflects the smoothness of capital market operation and income distribution outcomes, and can be used to assess the health status of an economic system.

Keywords: Asset Relativity; Asset Operation; Theory Framework

西方资产运营理论分散于不同学派之中，没有形成系统的理论体系，而且对中国实践解释不足。那么中国是否有成熟的资产运营理论？它们能否有效解释中国现实？如果没有，什么样的理论框架能够解释中国实践？新的资产运营理论的内涵、框架和分析逻辑是什么？

按照严格的公理化体系构架，我们的资产运营新理论——“资产相对论”界定了资产的概念内涵与特征，给出了企业的专门定义及相应前提假设，阐释“资产相对论”的推理规则与分析逻辑，即“资产运营的一般模式”和“资产运营的超一般均衡”。

一、资产的定义、特性与分类

（一）资产的定义与特性

基于研究目的和研究视角的不同，近现代经济学的各种学说、各种流派、各个学科对“资本”的定义多达十几个，影响了对“资本”范畴的理解和运用^[1]。综合价值增值、要素范围、生产力与生产关系等因素，资本是指能够带来价值增值的任何生产经营要素，如货币、土地、设备、知识、劳动、人力、商誉等等都可以成为资本^[1]。这些生产经营要素（资本）的组合则形成资产。本书在“资本”的基础上来定义“资产”基于两个原因：一是契合“资产相对论”的核心思想，为从“资产”视角联结“微观”和“宏观”，以及拓展现有经典金融学理论奠定基础；二是目前业界普遍采用“资本运作”的术语，从国内实践来看，该术语主要体现了从“资本（资金）端”入手，“用资本（资金）来做偏离主业的运作”的明显特征，虽强调了

资本（资金）属性，但忽略了运作的对象，忽视了围绕主业、围绕实体经济创造价值的目标。

自美国会计学家斯普瑞格（Sprague）1907年出版的《账户的哲学》（Philosophy of Accounts）中讨论资产定义以来，历经110余年的争论，资产定义纷繁复杂，观点众多。表1总结了各大会计准则制定机构对资产定义的四种代表性观点：“成本观”、“资源观”、“未来经济利益观”和“权利观”。仅从会计角度来说，“成本观”并不是当前流行的定义。但从资产运营的视角来看，当面对“不确定性”时，具有“沉没成本”性质的资产即“沉没资产（sunk assets）”具有重要的战略价值。沉没资产投资对手可观察到，而且不能撤回，故具有战略价值。具体而言，任何降低企业边际成本的投资都包含着一个将在未来更激烈地竞争的可信承诺，如果对手对该激进行为的反应是降低竞争姿态或者完全退出市场，该企业便可以从投资中获益。比如，R&D、广告营销等投资是不可撤回的，有利于主动营造对自己有利的竞争环境；实物资本投资属于厂商的固定成本不可撤回，但影响企业决策行为乃至未来的最优经营行为。综上可以发现，资产既是一种作为现时“存量”（stock）的“资源”，又是一种未产生收入前的“成本”，还是作为“流量”（flow）且具有“不确定性”的“未来经济利益”，更是一种控制未来经济利益的“权利或其他获取权”（rights or other access）。“经济资源观”植根于经济学理论，是目前广泛接受的一种定义，也更符合本文探究资产运营的研究目的。

表1 代表性的资产定义

	Peton 和 Littleton(1940)	SFACNo. 6	IASC 概念框架	英国原则公告	联合概念框架	概念框架的复核
资产定义	资产是未消耗的收入借项，即已发生的、但尚未赚取收入的成本，是尚未转化为费用的成本的集合	资产是由过去的交易或事项形成的，由特定主体取得或控制的可能的未来经济利益	资产是由过去的事项形成的，主体控制的预期会导致未来经济利益流入主体的一项资源	资产是由过去的交易或事项形成的，主体控制的对未来经济利益的权利或其他获取权的现时经济资源	主体的一项资产是该主体拥有排他性权利或其他获取权的现时经济资源	资产是由过去的事项形成的，主体控制的现时经济资源
观点	成本观	未来经济利益观	资源观	经济资源观	经济资源观	经济资源观
中心词	资产是（历史）成本	资源	权利或其他获取权	经济资源	经济资源	经济资源

限定语	“已发生的” “但尚未赚取 收入的成本”	“过去的交易 或事项”“取得 或控制的”	“过去的事项” “控制的”“预 期会导致未来 经济利益流入 的”	“过去交易或 事项”“控制的” “未来经济利 益的”“现时的”	“主体拥有排 他性权利或其 他获取权”“现 时的”	“过去的事项” “控制的”“现 时的”
-----	----------------------------	----------------------------	--	--	------------------------------------	---------------------------

资料来源：作者根据葛家澍(2005)、成小云 & 任咏川(2010)、金一禾 & 汪祥耀(2013)整理

故我们在“经济资源观”的基础上综合各派观点，从价值的视角将资产定义如下：资产可理解为是某一特定主体（如企业）由于（过去的）交易和事项，以及交易虽未执行但在法律上不可更改的契约，而取得或控制的可预期的未来经济价值（未来现金净流入）和战略价值的经济资源^①。这里，资产作为一种经济资源，其目的是获得可预期的经济价值，这种经济价值是靠（过去的）交易或事项获得的，资产的主体不单局限于企业，可以扩展到整个经济中的任何可能的“特定主体”，资产的价值来源于它为所有者带来的未来现金流^②。但资产不具备单独地就能使经济价值流入“特定主体”的能力，运营这些资产（即资产运营）才是兑现未来现金流、实现经济价值的手段。

由此可见，一项资产至少具有如下内涵。第一，资产具有价值性。这是资产的最本质涵义，也是资产对于所有者的最根本意义所在。在“资产相对论”框架下，更强调其为拥有者创造价值的属性。第二，资产具有不确定性。不确定性集“危”“机”一体，既含有“危险（风险）”，又含有“机遇”，故资产的价值在克服未来面临的诸多不确定性中实现^③。第三，资产具有产权明确性。资产必须有其明确的所有者，其产权界区必须是清晰的^④。第四，资产具有非消费性。拥有资产的目的是获得未来的经济价值，而不是当前直接消费获得享受，尽管投资的目的最终都是为了消费^⑤。第五，资产具有多种形式。确定是否是资产只有唯一的标准：是否能够给其所有者带来可预期的未来经济价值（收益）。在现实经济中，符合这一标准的“物质”具有多种形式。

资产特性大致可归纳为流动性、可逆性、可分性、价值的可预见性以及收益属性^[5]。

（1）资产的流动性涉及实现资产价值的便利程度和速度。虽然资产在某一特定时刻具有一定的全额价值，但这种价值的实际实现程度则通常取决于出售该资产的决定是在多久以前做出的。具有完全流动性的资产，无论其出售决定做出得有多迟，该资产都能实现其全额价值。对于不完全流动性资产，其全额价值的实现取决于是否有充足的时间寻找买主，在较短的时间内，这类资产也可以被出售，但出售决定做出得越晚，实现的价值就越少，也就是说出售资产获得的价值和寻找买主的时间成正比。

(2) 一项资产的可逆性是指该资产带给其所有者的价值占购买者同期购买该资产所支付成本的百分比。对于一项完全可逆的资产来说,该百分比为100%,表明卖主可以把买主购买该资产的成本全部转换为现金。严格意义上的完全可逆性难以想象。任何资产的交换都必然伴随某些成本支出:对费用、佣金以及买卖双方所花费的时间和精力等,即便是完全流动的资产也存在交换成本。

(3) 资产的可分性涉及资产交易的最小单位,一项资产可进行交易的最小单位不仅对于确定资产交易的成本至关重要,而且往往是资产交易得以进行的先决条件。

(4) 价值的可预见性则指一种确定性。如果一项资产在未来任何一天的现金价值都可以完全预测,则意味着该资产具有完全可预见性。一般而言,对资产价值的预期会因为投资者和资产种类的不同而有所不同。

(5) 一项资产在一段时间内的收益是指在此间持有该资产所带来的全部收入减去花费的成本,收益的形式可能多种多样,可以是实物、货币、证券等,但也必须从资产价值的角度来统一衡量。

(二) 资产分类

目前在理论和实践中,主要有以下常见的资产分类方法。一是根据资产的存在形式,可分为有形资产和无形资产^[6]。有形资产包括厂房、设备、办公用品、现金等;无形资产包括专利权、商标、品牌等。二是根据资产变现的速度,可分为流动性资产和固定性资产。流动性资产是能够较快变为现金的资产;固定性资产是不能迅速变为现金的资产。三是根据资产在社会资本运动中的地位和作用,可分为金融资产和非金融资产^[7]。金融资产包括货币以及有价证券等;非金融资产一般由实物构成,尽管这些实物也可能表现为一定的货币额。四是根据资产是否能跟所有者分离,可以把资产分为主动资产和被动资产^[8]。被动资产,如土地、厂房等,这些资产跟其所有者可以分离;主动资产,如劳动力、知识等,这些资产跟所有者合为一体。五是资产配置的视角,比如房四海(2006)从应用的视角将大类资产划分十类,即股票(不包含:含控制权之股权),利率产品(含国家主权 CDS,含 TIPs),信用产品(含企业 CDS),硬商品(含能源,工业原材料),软商品(农产品等),房地产 REITs,汇率(含美元指数),黄金,VC 与 PE,以及波动率^[9]。

不同资产分类方法并非完全独立而是存在一定的重叠性,可以理解为从不同的视角来探讨同一个“事物”。企业资产负债表反映了企业所拥有或控制的资源及其具体分布情况。资产科目展现公司拥有和控制的各种经济资源,运营这些经济资源可以为公司带来现金流

入和价值；负债科目和股东权益科目则展现公司是由哪些投入才形成资产，这些投入可以是来自股东、借债或者上下游经营占款。成小云 & 任咏川(2010)引用 FASB 的观点，“资产概念是最重要、最基本、也是最核心的会计对象要素概念，而负债、所有者权益、收入、费用等要素概念都是衍生、次要的概念，都可以以资产为基础推导出来、可以用资产进行诠释或者表述”^[3]，比如负债则可以认为是负资产。本文以企业资产负债表为基础，基于资产运营的视角，将资产分为实体资产、现金资产、信贷资产和证券资产四类，后三类归为金融资产^[10]。具体而言，实体资产包括实物资产和无形资产两种，主要以企业形式存在。现金资产是以非消费的目的存在的现金，也就是用于投资的现金。信贷资产就是通常意义上所说的债权资产，主要指银行贷款和应收账款。信贷资产是银行以及企业债权的体现，相应地，负债表示负资产。证券资产是指各种有价证券。

二、企业资产运营的中国理论：比较与评述

西方金融学中没有明确的“资本运营”和“资产运营”概念，而是伴随着 20 世纪 90 年代我国经济金融改革而出现的，它是形成于中国的一个经济学新名词。国内关于资产运营的相关文献主要分为三类。

第一类探讨企业进行资产运营（资本运作）的动因、风险及存在的问题等。比如，姜琳(2000)认为，资本运作的动因是控制权增效，所谓“控制权增效”是指由于取得对公司的控制权，而使公司效率提高和价值增大的效果^[11]。袁付礼(2000)界定了企业资本运作风险，指出其具有客观性、可变性、可观测性、较强的破坏性和传递性以及波及效应的特征，并从政策、体制、经济、社会文化、经营、技术、财务、管理和行业等几个方面探讨了风险的影响因素我国企业资本运营的现状、问题及对策^[12]。李俊等(2001)研究了制造企业的资本运营与企业核心能力的关系，认为在核心能力成熟时制造企业应该及时进行资本运营，扩大市场规模，进一步强化核心能力，使资本运营与核心能力进入一个良性的互动过程^[13]。郭天明(2005)指出我国上市公司目前存在着资本运营理念歪曲、产权界定模糊、忽略资本运营的长期战略意义、并购模式选择具有一定的盲目性、资本运营人才缺乏、对外资本运营较少、管理水平低下等问题^[14]。

第二类探讨西方经典理论下中国资产运营的模式、逻辑及相关详细案例。如肖松(2006)将资本运营模式分为扩张型和收缩型两种模式；而扩张型资本运营模式又分为横向型资本扩张、纵向型资本扩张和混合型资本扩张，收缩型资本扩张模式又有资产剥离、公司分立、

分拆上市以及股份回购，进而探讨了模式与策略^[15]。王泽波(2006)把企业分成强势、强而无势、弱势和无法经营四类，然后针对性地设计出每类企业适宜采取的资本运作模式；认为强势企业采用扩张型资本运作模式策略（同一行业的横向、产业关联的纵向和混合资本扩展策略），强而无势企业采用收缩型资本运作模式策略（资产剥离、公司分立、分拆上市和股份回购），弱势企业采用的资本运作模式策略（租赁、托管、投靠联合、债务重组和房地产转让），无法经营采用的企业资本运作策略（严重亏损企业）以及资本运营创新模式的探索（整体上市、行业整合和产融资本结合模式）^[16]。吴志军(2012)从公用企业本质要求、城镇化发展需要和社会分工精细化等方面来探寻公用企业进行资本运作的动因；并指出目前公用企业的资本运作模式主要有政府担保的银行贷款、兼并收购、特许经营权和资产证券化模式^[17]。

其他研究主要考虑行业特性进行资产运营案例分析。杨安乐(2007)对京东方科技集团的资本运作与战略性整合案例进行全面的分析和研究，认为其成功的关键在于科学地选定战略方向，正确地制定产业战略，以及资本运作与战略性整合的深度融合^[18]。漆亚林(2012)认为报业资本运营模式的前提是所有权与经营权分离，事业与产业分离，舆论控制权与经营权分离。在强监管背景下，出让“一部分经营权”是目前报业资本化运作的主要形式，资本得到的是报纸广告、发行等经营权，采编权仍留在体制内^[19]。崔莹(2012)认为规模经济优势和“统一领导，分级管理”模式，使国有企业集团内部资本市场的存在和运作成为可能，并以哈药集团内部资本市场作为研究对象，提出内部资本市场构建的有效模式^[20]。即企业下设子公司大致分为高效和低效两大类，对于高效公司可以采取追加资本性投入的措施，继续促进资金高效运转；对于低效的公司可以采用资本控制的做法，避免资金浪费，控制生产的同时，还要分析、查找低效公司陷入困境的原因，提出有效解决方案，减少低效公司比例，提高企业集团整体的运营效率；对于生存能力极差、无资金流入并形成长期资本闲置的公司，企业则应及时将其转型、重组、剥离或终止，无需进行无价值的资本投入，防止过多的资金变成“死现金流”，造成不必要的损失与浪费。戚拥军等(2012)解析了三峡工程资本运作模式，认为三峡集团借助长江电力这一资本运作平台，通过分期分批向其出让三峡工程的发电机组及相关辅助资产，基本完成了三峡工程发电资产的上市，合理地划分了三峡工程的社会职能和经济职能，提升了三峡集团和长江电力的核心竞争力，实现了二者之间的联动发展，为具有综合效益的枢纽工程上市提供了宝贵的经验^[21]。逯明智等(2014)对体育产业资本运营的现状和体育资本运作模式、特征探讨，表明体育产业资本运作不仅

具有一般资本运作的流动性、增值性、不确定性等普遍性特征之外，还具有与其他产业资本运作不同的特殊性特征，如联动性与整体性（牵连多个产业）、社会化、市场化以及国际化（体育无国界），提出扩张型资本运作（资本直接或间接上市、资本的兼并与收购、联合发展资本运作模式），收缩型资本运作等^[22]。

第三类主要是探讨中国的资产运营理论。黄凯 & 林辉(2002)比较指出“资本运作”与“战略导向”型两类企业控制模式实际存在诸多差异。企业在发展和控制模式的选择中，应以当前的资源构成为决策起点，充分考虑资源共享对母子公司组织结构中控制成本的抵消效应。鉴于两种发展形式不存在自然的资源共享基础，同时考虑两种发展思路的企业必然面临控制成本提升的风险和学习任务繁重的局面^[23]。周永生等(2001)以及杨长辉(2006)提出一种资本运作理论框架，分为概念层、运营层和支撑环境层；概念层主要涉及资本运作理论的理念、基本概念和内容等方面，是资本运作核心理论，包括什么是资本、资本运作和资本运作的本质和规律等；运作层是对资本运作实施技术和运作方法，对资本运作方式与方法进行研究，指资本运作方式主要为兼并与收购、借壳上市、重组及再融资等；资本运作支撑环境层包括规范的资本市场、法律和政策体系、企业的资本运作机制和社会保障体系等^{[24][25]}。徐洪才(2006)对企业资本运营进行了系统研究，认为企业资本运营本质上是资本所有者或资本控制者实施的企业微观生产关系调整，旨在为相关当事人谋求利益^[26]。与资本运营密切相关的三大理论是：企业融资周期理论、五级资本价值增值理论和基于价值增值的投资银行理论。在企业生命周期的不同阶段中客观存在着多样化的融资需求，这就要求建立一个多层次的资本市场体系，在多层次的资本市场体系中客观存在着五级资本价值增值规律，投资银行从事的全部资本运营业务都是围绕这个五级资本价值增值链展开的。谢泗薪 & 吴叶兵(2010)在探讨我国企业资本运营的弱势和误区基础上，将企业资本运营体系构建成一个在企业生命周期、资本状况、愿景目标三者作用下，包含理念层、职能层、运作层、支持层四个运营层级结构，并最终服务于企业不同阶段资本运营战略的系统^[27]。丁泉等(2013)从经济发展史、企业成长史、企业发展战略、并购浪潮、国企改革等视角重新审视资本运营的内涵与外延，从资本内涵拓宽、资本运营的演化、制度基础、外部环境、风险管理、绩效评价等维度提出了企业资本运营的分析框架^[28]。

综上所述可以发现，关于资产运营的相关研究主要是探讨资产运营在中国的实践思路、模式、案例及其存在的问题等；其背后的理论基础都是西方主流的资产运营理论。部分研究虽号称是建立了中国的资产运营理论，但从严格的公理化体系角度看，一个逻辑完备的理

论体系应该由明确而且相容的基本前提、严格的推理规则及由此得到的各类推论三部分组成。这些所谓的“理论”既没有严谨的前提假设，又没有严格的推理规则，更没有随之产生的各类推论。故其就是探讨中国化的资产运营分析框架思路，本质上只是一个概念性框架，不能称其为理论。

三、“资产运营的一般模式”：内涵与逻辑

（一）“资产相对论”对企业的新定义

资产负债表能够真实反映企业的经营情况，反映企业的资本结构和负债的偿还能力，反映企业的实力和盈利能力^⑥。就公司生存而言，资产负债表比利润表更重要。资产负债表反映的是内部的支撑，利润表反映的是外部表现；资产负债表反映实力大小，利润表只能反映发展快慢；资产负债表反映的是投入，利润表反映的是产出；资产负债表反映的是企业生死存亡的根基强弱，利润表反映的是企业在某个阶段发展的好坏。资产负债表反映企业财务实力大小，最终实力决定公司竞争优势的大小。

“资产相对论”以企业资产负债表为基础，将资产分为实体资产、现金资产、信贷资产和证券资产四类^⑦，可以理解为是对企业的一种新的定义。换言之，通过“资产相对论”，可以将企业理解为是四类资产的组合。其优势在于具有良好的可扩展性。现实中，不仅企业有资产负债表，（非）金融部门、政府、国家乃至中央银行等都拥有资产负债表^⑧。因此，理论上讲，任何一个人、一个企业、一个地区或一个国家，其资产都可以由这四种资产类别来构成和刻画。

（二）资产运营的内涵

资产的四种形态间的相互转化称为“资产运营”，具体分为资产实体化、资产现金化、资产信贷化、资产证券化。“资产相对论”是指导四种资产价值形态转换的理论。可以说，“资产相对论”和“资产运营”属于一体两面。“资产相对论”是资产运营的理论基础，而资产运营是实现“资产相对论”的手段。为便于表述，本书将在不同段落和语境中根据表达需要交叉使用这两个术语。

目前国内相关文献对资产运营的论述大都是从企业的角度来考察的，大致可以分为狭义和广义两类。狭义的资产运营强调产权经营，认为资产运营就是通过产权经营实现资产保值增值，从这个角度出发，把并购重组作为资产运营最为重要的方式。广义的资产运营认为，资产运营是公司对其可以支配的所有资源进行优化配置，以实现最大限度资产增值

目标的过程。由于本书采用的资产定义和理解与以往不同。因为资产的所有者不但包括企业，还有个人甚至政府，因此，我们认为应该从整个经济资源配置和价值创造的角度来定义资产运营。

本文对资产运营的定义如下：从资源配置和价值创造的视角来看，“资产运营”是以价值为中心的导向机制，它以资产价值形态的管理为基础，通过资产的优化配置和资产结构的动态调整，实现资产增值最大化的目标，从而最终实现整个经济资源的升级与优化配置。故站在一个动态的视角，资产运营具有两个层面的含义：一是强调资产运营过程就是资产的四种价值形态自身以及互相之间的转换，在此过程中，基本的学理是说明、诠释和分析资本市场动态过程的动力、方向和速度。二是强调资产运营过程不是一个简单的、纯粹的、毫无意义的转换，而是在转换过程中实现其目标，从而达到资产盘活、价值提升与创造以及资源优化配置的经济目的。

从这个定义可知，资产运营具有如下特点。

第一，资产运营是以价值为中心的导向机制，要求在经济活动中始终以资产增值最大化为目标。那么什么是资产的价值呢？资产的价值来源于它为所有者带来的未来现金流，所以，资产的价值是它在克服不确定性的过程中所创造的未来现金流的折现值。本质上，所有资产的估价方式本质上都是相同的。Cochrane(2001)将所有的资产定价问题纳入随机贴现因子的一般框架之中，建立了一个比较完整的随机贴现因子理论体系^[29]。

第二，资产运营的管理对象是资产的四种价值形态。实际上，生产经营只是资产运营的一部分，只是对实体资产进行管理的一项活动，而资产运营不仅包括生产经营过程中的实体资产的管理，还包括其他资产价值形态——现金资产、信贷资产和证券资产——的管理以及所有四种价值形态之间的转换。

第三，资产运营注重资产的流动性，强调资产价值形态变换的便利性。资产的流通过程实际上就是资源的配置过程，各种资产的流动性越大，资产价值形态之间变换越便利，则资源配置的效率就越高。

第四，资产运营实际上是一种资产结构优化的过程。资产运营通过资产结构优化，对资源进行合理配置。结构优化不仅指企业内部资源（产品、组织、技术等）结构的优化，更为基本和深层的是指实体资产、现金资产、信贷资产和证券资产四种价值形态结构的优化，这主要包括价值形态的空间结构、时间结构和风险结构。资产价值形态的空间结构和时间结构，是指资产的不同价值形态在空间上和时间上的分布、流通和转化。资产价值形

态的风险结构是指资产的不同价值形态及其在转化过程中呈现的风险特征，是资产运营的重要内容。

第五，资产运营的收益主要来自资产优化组合后效率提高所带来的经济收益的增加，即资产价值的提高。从根本上来说，资产运营收益表现为较高的投资回报与较低的投资回报之间的差额，其核心在于资产运营过程中创造的价值。可以说，如果没有资产运营就不会有价值的有效创造和收益的有效提高。

（三）资产运营的一般模式：逻辑与规则

不管是一个人、一个企业、一个地区或者一个国家，其资产组成形式无外乎为实体资产、现金资产、信贷资产和证券资产四种形式。图1将所有的资产运营方式归纳为16种转换模式。图中箭头并不意味着现金流方向，而只是资产在不同价值形态之间的转换，例如过程⑭并不意味着现金流从实体资产退出从而流向证券资产，而是意味着资产的价值形态从实体资产转化为证券资产，即企业发行证券的过程。

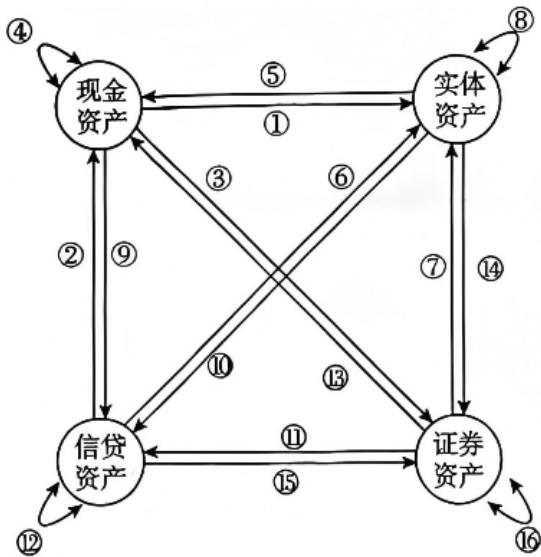


图1 资产运营的一般模式

来源：何小锋(2006b)。“→”表示资产价值形态的转换而非现金流的方向。

“资产运营的一般模式”强调的是不同或同类资产形式之间的转换，通过分析转换过程中的效率、路径、动力和原理，判断转换方向、转换效率高低和转换路径等。例如，现金资产现金化是从现金资产转换为现金资产，其中并不是简单的重复，而是实现其经济目标。在此转换路径中，最典型的是外汇交易，美元兑换日元，日元兑换英镑，它们都是现金资产现金化的过程。但是，谁也不能否定在这个过程中

的经济功能。再如，证券资产证券化，是从证券资产转换为证券资产，这亦不是简单的重复。它是“再证券化”的过程。在此转换路径中，期权、期货、证券投资基金、可转债等，都是此类过程。表2梳理了资产运营一般模式中对应的资产转换模式与手段。所有的资产运营方式都可以概括为下述16个转化过程中的其中某一个过程或某几个过程的组合。

表 2 资产及其相互动态转换

	资产现金化	资产实体化	资产信贷化	资产证券化
现金资产运作	外汇交易；货币掉期	购买实物资产；投资实业	取得债权；银行放贷	投资证券
实体资产运作	出售资产和股权套现；典当	资产、股权的互换	经营租赁	企业、产业投资基金、投资受益凭证上市
信贷资产运作	收回债权取得现金；商业票据贴现	取得抵押物；债转股；赎回典当物	债权掉期	MBS、ABS
证券资产运作	证券发行出售；开放式基金赎回	下市；证券换资产或股权	证券质押贷款、融券	债券、股票、基金互换，证券投资基金管理过程，认股权证，可转换债等

来源：何小锋(2006b)。

下面我们用这个一般模式来说明现实中最重要两种资产运营方式。

1. 资产证券化

资产证券化是资产运营最重要的一个方式。从证券的供给角度来看，证券化可以分为实体资产证券化、信贷资产证券化和证券资产证券化三类，我们概括为广义的资产证券化；从证券的需求来看，证券化就是现金资产转化为证券资产的过程，即现金资产的证券化过程。实体资产证券化是资产运营一般模式中⑤+⑭+⑬+③的组合，信贷资产证券化是⑨+⑮+⑬+③的组合，证券资产证券化是⑬+⑯+⑬+③的组合。

我们用图 2 来概括资产证券化。实体资产证券化是实体资产向证券资产的转换，主要包括企业发行股票和债券以及上市、不动产证券化和实业投资基金的发行和上市。信贷资产证券化，主要就是把银行的贷款或者企业的应收账款经过重组形成资产池，并以此为基础发行证券。证券资产证券化是证券资产的再证券化过程，一个最重要的形式就是证券投资基金，通过对现有证券资产组合的未来收益为基础发行新的证券，另外，证券衍生工具大部分也可以归纳为这一类。

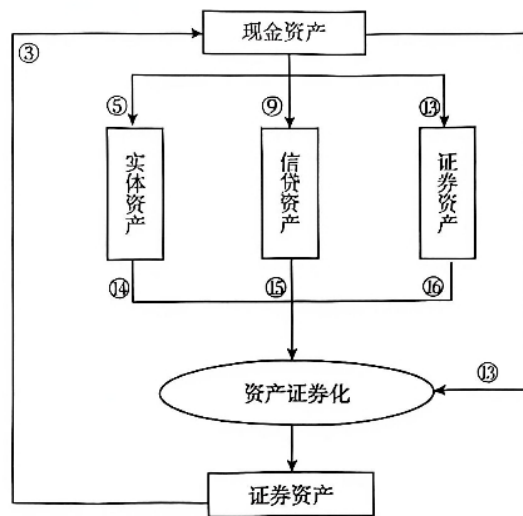


图2 资产证券化

来源：何小锋(2006b)。图中数字与图1中的数字一一对应，代表相同的资产运营过程。

从狭义来讲，资产证券化是近四十年来国际金融市场上的一项重要金融创新。实际上，狭义资产证券化是证券化在广度和深度上的进一步发展，广度上主要表现为从实体资产证券化和证券资产证券化扩展到信贷资产证券化，例如MBS、应收款证券化等；深度上主要是进一步发展实体资产证券化和证券资产证券化，开发了许多新的证券化产品，例如基础设施收费证券化、知识产权证券化等。按照资产种类的不同，狭义资产证券化可以分为住房抵押贷款支撑的证券化（Mortgage-Backed Securitization, MBS）和资产支撑的证券化（Asset-Backed Securitization, ABS）。另外，MBS和ABS也分别指住房抵押贷款支撑的证券化和资产支撑的证券化的产物——住房抵押贷款支撑证券和资产支撑证券。

2. 兼并收购

企业间的并购有很多种不同的分类，从资产运营的一般模式出发，并购主要有下面几种基本类型。

第一，证券型并购，也就是两个上市企业之间通过证券互换达到并购的目的，可以归结为资产运营一般模式中的第⑰个过程。当然，并购后还有企业间现金资产、实体资产、信贷资产的重组过程（即第④、⑧、⑫过程），以实现并购后优化资产利用的目的。

第二，实体型并购，指两家或者两家以上的企业通过实体资产的互相置换实现并购，属于资产运营的第⑧个过程。

第三，现金/实体型并购，这种类型的并购通过一家企业A用现金资产购买另一家企业B的实体资产而实现，从A企业的角度来看是资产运营的第⑤个过程，而从B企业的角度看则刚好相反，属于第①个过程。

第四，现金/证券型并购，企业 A 用现金购买企业 B 的证券实现并购，企业 A 和企业 B 的角度来看分别是资产运营的第⑬个和第③个过程。

第五，证券/实体型并购，企业 A 用本企业的证券资产交换企业 B 的实体资产进行并购，企业 A 和企业 B 的角度来看分别是资产运营的第⑦个和第⑭个过程。

第六，信贷/实体型并购，通过贷款购买目标企业的实体资产。

第七，信贷/证券型并购，通过贷款购买目标企业的证券资产以达到并购的目的。

当然，现实中有些并购比上面提到基本类型要复杂，但无非也是上面几种基本类型的组合或者基本类型与其他资产运营的组合。比如杠杆收购（leverage buy out, LBO）就是资产证券化和现金/实体型并购（或现金/证券型并购）的组合，有些 LBO 也采取贷款和信贷/实体型并购（或信贷/证券型并购）的组合。

四、“资产运营的超一般均衡”：数量关系与结构变化

“资产运营的一般模式”是一个动态的分析过程，分析不同资产转换过程中的动力、方向、路径和效率，而“超一般均衡”分析的是“转换之后”的均衡状况，均衡之后不同资产之间的数量关系和内在结构。在“超一般均衡”的数量关系和内在结构分析中，存在两个关键性的分析对象：一是四种资产的数量比例关系；二是四种资产存量的增减变化。四种资产的数量比例关系表明的是资本市场运营中的转换是否顺畅，运行是否优良，经济体是否健康。四种资产存量的增减变化表明的是收入分配的结果。另外，“超一般均衡”还存在两个层次的分析主体：一个是个体的经济组织、机构或者个人；另一个是地区或者国家。两个方面结合起来，可以构成四种情况：经济个体或者地区和国家的四种资产存量的增减变化，经济个体或者地区和国家的四种资产的结构比例关系。

【注释】

- ①本定义的一个突出特点是强调“价值”而不是强调“收益”，这是因为创造收益很可能还意味着损耗价值乃至毁灭价值。比如，市值曾经位列美国第四的投行—雷曼兄弟(Lehman Brothers)在 2018 年 9 月破产时公司股价较 2007 年年初最高价已经跌去 95%；这是因为投资次级抵押住房贷款产品能够获得高收益（高股价），但毁灭了企业内在价值，最终损害企业的长期生存。
- ②美国财务会计准则委员会（Financial Accounting Standards Board, FASB）指出资产概念是最重要、最基本、也是最核心的会计对象要素概念，而负债、所有者权益、收入、费用等要素概念都是衍生、次要的概念，都可以以资产为基础推导出来，可以用资产进行诠释或者表述。
- ③法兰克·奈特（Frank Knight）在其成名作《风险、不确定性与利润》（1921）中主张“风险是能被计算概率与期望值的不确定性，而不能被预先计算与评估的风险则是不确定性”，并提出“利润源自不确定性”。
- ④比如，国企混合所有制改革的重点不在于资金多寡，核心在于资金提供者象征的权利和义务属性。
- ⑤这也说明“资产相对论”研究的是一个“过程”，间接支持“资产相对论”属于“中介理论”。
- ⑥行业资产也算一大类资产，各国有不同的行业划分标准。比如，一级行业划分，欧美日 10 大类，新兴市场 6 大类；中国大陆有很多行业划分标准，如申万行业标准等。具体参见房四海教授关于全球宏观与大类资产配置的一系列研究报告。

- ⑦2011年5月,在伯克希尔股东大会期间,记者问巴菲特:“您在阅读财务报表的时候最关心什么内容?最先阅读什么?”巴菲特回答:“我比大多数人更关注公司的资产负债表,当然公司年报里的所有信息我都不会漏过。通过阅读财务报表,我想尽可能了解公司在三年、五年、十年后可能的盈利能力,然后和现在的市场价格做比较。我必须非常正确地理解公司业务的经济特征,如果不能下一个结论,我是不会购买这个公司的。”
- ⑧这里要特别说明的是:这种分类和上面提到的分类有一个非常重要的区别,即这四种资产形态不是相互对立和排斥的。事实上,同一个资产可以以不同的价值形态同时存在,比如说上市公司的厂房,既以实体资产的形态存在,又同时以证券资产的形态存在。
- ⑨国际货币基金(IMF)是最早将资产负债表用于宏观研究的机构。IMF研究员 Setser 等(2002)将一国经济划分为政府部门(包括中央银行)(the government sector (including the central bank)),私人金融部门(主要是银行)(the private financial sector (mainly banks)),非金融私人部门(企业和住户)(the non-financial sector (corporations and households)),以及非居民部门(rest of the world)。资产负债表法将一国经济中的个体根据其目标的相似性、主要的功能性以及其主要行为的类型种类归入了几个不同的经济部门,进而在国家层面编制了不同层次的资产负债表。

【参考文献】

- [1] Cochrane, J. H.(2001). Asset pricing. Princeton University Press.
- [2] Tobin, J., & Golub, S. S.(1998). Money, credit, and capital. Irwin-McGraw Hill.
- [3] 丁泉, 戚振忠 & 曲海潮(2013). 企业资本运营的内涵与外延: 一个分析框架. 重庆社会科学, (12), 83-90.
- [4] 何小锋(2006b). 资本市场运作案例. 中国发展出版社.
- [5] 吴志军(2012). 公用企业资本运作模式及策略. 企业经济, (6), 147-150.
- [6] 周永生, 杨长辉, 蒋蓉华等(2001). 资本运营理论体系结构和运作模型的研究. 湖南商学院学报, 8(6), 23-25.
- [7] 姜琳(2000). 企业资本运营动因及策略分析. 山东经济, (6), 62-64.
- [8] 崔莹(2012). 国有企业集团内部资本市场运作模式及启示——基于哈药集团的研究. 财会通讯, (19), 15-17.
- [9] 张昆仑(2005). 资本定名及定义探新. 广西师范学院学报(哲学社会科学版), 26(2), 138-140.
- [10] 徐洪才(2006). 论企业资本运营及其三大相关理论. 经济与管理研究, (3), 74-78.
- [11] 成小云 & 任咏川(2010). IASB/FASB 概念框架联合项目中的资产概念研究述评. 会计研究, (5), 25-29.
- [12] 戚拥军, 邓曦东 & 钟海燕(2012). 三峡工程资本运作模式探析. 改革与战略, 28(9), 33-36.
- [13] 房四海(2006). 广义投资学与宏观金融研究. 人民出版社.
- [14] 李俊, 郭利强 & 吴晓波(2001). 我国制造企业的资本运营与核心能力研究. 科研管理, 22(1), 101-105.
- [15] 杨安乐(2007). 资本运作与企业战略性整合的研究 [博士学位论文]. 北京交通大学.
- [16] 杨长辉(2006). 资本运营理论体系结构的构建. 特区经济, (12), 78-79.
- [17] 林四春 & 何小锋(2013a). 资产的类型: 以两分方法为基础. 财会通讯, (25), 15-17.
- [18] 林四春 & 何小锋(2013b). 资产的边界: 以权利概念为基础. 财会通讯, (5), 6-9.
- [19] 漆亚林(2012). 报业资本运营的几种标本模式. 中国报业, (8), 20-22.
- [20] 王泽波(2006). 企业资本运作模式及其优化选择研究 [博士学位论文]. 重庆大学.
- [21] 肖松(2006). 企业集团资本运营模式探讨. 软科学, 20(1), 159-160.
- [22] 葛家澍(2005). 资产概念的本质、定义与特征. 经济学动态, (5), 8-12.
- [23] 袁付礼(2000). 企业资本运营风险特征及风险因素分析. 武汉汽车工业大学学报, (4), 114-117.
- [24] 许涤龙 & 郑尊信(2002). 资产的界定、分类与核算. 数量经济技术经济研究, 19(12), 47-50.
- [25] 谢泗薪 & 吴叶兵(2010). 企业资本运营体系的构建与战略实施. 企业管理, (7), 92-95.
- [26] 逯明智, 辛召国, & 李玉超(2014). 我国体育产业的资本运作模式研究. 辽宁体育科技, (6), 22-24.
- [27] 郭天明(2005). 上市公司资本运营与经营绩效实证研究. 生产力研究, (7), 149-150.
- [28] 金一禾 & 汪祥耀(2013). 财务报告概念框架中资产定义的革新及评价. 会计与经济研究, (6), 24-31.
- [29] 黄凯, & 林辉(2002). “资本运作”与“战略导向”型企业的控制模式研究. 东南大学学报(哲学社会科学版), 4(4), 13-17.