

The evolution trend of enterprise capital allocation under the background of the new era

Qiguo Mu

Western Securities Co., Ltd., Xi'an, Shaanxi, 710004, China

Abstract

Capital allocation is the core link for enterprises to achieve their strategic goals and create value. This paper deeply explores the structural characteristics of enterprise capital allocation and analyzes the structures in multiple dimensions such as internal financing and external financing, equity financing and debt financing, capital expenditure and research and development, dividends and repurchase. Meanwhile, driven by structural factors such as geopolitical conflicts, technological progress, and the concept of sustainable development, enterprises' capital allocation is gradually tilting towards intangible assets and innovation driven by digital transformation, while paying more attention to the value balance of shareholder returns.

Keywords

Capital Allocation; Structural characteristics; Evolution trend

新时期背景下企业资本配置的演变趋势

穆启国

西部证券股份有限公司, 中国·陕西 西安 710004

摘要

资本配置是企业实现其战略目标和创造价值的核心环节。本文深入探讨了企业资本配置的结构特征, 分析了其内部融资与外部融资、股权融资与债务融资、资本支出和研究开发、分红与回购等多个维度的结构。同时, 在地缘冲突、技术进步、可持续发展理念等结构性因素驱动下, 企业资本配置逐步向数字化转型驱动的无形资产和创新倾斜, 同时更注重股东回报的价值平衡。

关键词

资本配置; 结构特征; 演变趋势

1 引言

全球经济格局正经历深刻而复杂的变化。在地缘政治冲突的持续影响, 世界经济复苏的步伐虽在持续, 但区域分化与不确定性显著增强。同时以人工智能 (AI)、大数据、绿色能源为代表的新一轮科技革命和产业变革方兴未艾, 深刻改变着传统产业的边界和企业的竞争模式。企业作为市场经济活动的主体, 其生存与发展面临着前所未有的机遇与挑战。

2 企业资本来源的结构特征与演变趋势

企业资本的来源结构是企业财务决策的核心组成部分, 深刻影响着企业的投资行为、经营风险和整体价值。

2.1 企业资本来源的结构特征

企业资本来源主要分为两大类: 内部融资和外部融资。内部融资主要包括企业的留存收益 (未分配利润和盈余公

积) 和折旧。这是企业通过自身经营活动积累的资金, 是成本最低、自主性最强的融资方式。对于成熟且盈利能力较强的企业, 内部融资是其最主要的资金来源。内部融资占总资金来源的比例往往与企业的投入资本回报率呈正相关。企业投资资本回报率越高, 内部资金资助投资的比例就越高。

外部融资包括债务融资和股权融资。初创企业、快速扩张期企业或进行大规模并购的企业往往更依赖外部融资。外部融资虽然可以快速获取大量资金, 但也伴随着更高的成本 (利息、股息、发行费用) 和更严格的约束 (债务契约、股权稀释、信息披露)。债务融资主要包括商业信用、银行贷款、债券融资和非标融资。国内融资体系长期以来以间接融资为主, 银行贷款在整个融资中占据主导地位。近年来, 债券市场作为直接融资渠道的重要性有所提升, 但其规模和深度相较于银行信贷仍有差距。非标融资曾一度活跃, 但近年来在金融去杠杆和严监管背景下, 其规模受到规范。商业信用是企业日常经营活动中形成的短期融资。股权融资主要包括首次公开发行 (IPO)、通过增发配股或定向增发等

【作者简介】穆启国 (1975-), 男, 中国山西朔州人, 从事金融分析和投资研究。

方式的再融资、风险投资（VC）与私募股权（PE）、原股东追加投资。股权融资是资本市场直接融资功能的核心体现。股权融资金额和活跃度受资本市场行情和监管政策影响显著。股权融资没有固定的还本付息压力，但会稀释原有股东的控制权和每股收益，其资本成本通常会高于债务融资。近年来，政策鼓励“硬科技”和战略新兴产业发展，科创板、创业板以及北交所成为这类企业股权融资的重要平台^[1]。

2.2 企业资本来源的演变趋势

随着中国资本市场的不断发展和完善，中国企业的融资环境和资本来源结构也发生了显著变化。

企业盈利能力面临考验，内部融资的占比出现分化。企业留存收益作为内部融资的核心，其规模直接取决于企业的盈利能力和利润分配政策。美国企业资本来源近80%来自于内部融资，由于公司回购股票比发行更多，股权融资很多时候为负。国内企业资本来源近70%来自于债务融资，内部融资仅占20%。近年来，受国内外需求变化、原材料成本波动、产业链供应链调整以及部分行业竞争加剧等因素影响，企业之间盈利能力出现分化。部分企业盈利承压，可能导致其内部融资能力减弱，进而增加对外部融资的依赖。

直接融资占比逐步提升，但间接融资仍占主导。政府持续推动发展多层次资本市场，提高直接融资比重，债券市场和股票市场的融资规模均有所增长。随着多层次资本市场的建立，股权融资的效率和对于不同类型企业的包容性也在逐步提升，有利于降低杠杆率和优化融资结构，进一步支持企业创新驱动发展战略。股权融资市场结构性改革深化，服务创新型能力增强。多层次资本市场建设加速，科创板、创业板改革并试点注册制、北京证券交易所的相继推出和发展，为不同类型、不同发展阶段的创新型企业提供了更精准的股权融资渠道。更多“硬科技”、战略新兴产业的企业成功上市融资。作为股权融资的早期参与者的VC/PE经历“洗牌”与专业化转型后，更加聚焦早期和科技创新领域。多层次股权融资有利于国家创新驱动发展战略的落地执行，解决中小企业和科技企业融资难融资贵的问题，也进一步提升了资本市场服务实体经济能力。

债务融资结构持续优化，绿色金融与普惠金融发展迅速。债券市场品种创新与扩容，绿色债券、碳中和债券、科创票据、乡村振兴票据等创新品种发行规模持续增长，引导资金流向特定领域。政策引导银行加大对制造业、中小微企业、绿色产业的信贷支持。普惠型小微企业贷款持续“增量、扩面、降价”。LPR（贷款市场报价利率）改革深化，促进贷款利率市场化。绿色金融与普惠金融有利于服务国家“双碳”目标，支持实体经济薄弱环节，防范系统性金融风险，也实现了货币政策的精准滴灌。

数字化转型驱动新型融资需求与模式探索。随着企业数字化转型的深入，对数据资产、研发投入、智能化改造等方面的资金需求增加。同时，供应链金融、知识产权质押融

资、基于大数据的信用评估等金融科技支持的融资模式也在逐步发展，为轻资产的科技型企业提供了新的融资可能性^[2]。

总结而言，中国企业的资本来源依然是外部融资为主导的结构，外部融资中又以银行信贷等间接债务融资为主。但演变趋势清晰地指向直接融资比重的提升、融资结构对国家战略（如科技创新、绿色低碳、普惠金融）的适应性增强，以及融资渠道和工具的多元化发展。

3 企业资本配置的结构特征与演变趋势

资本配置是企业将其拥有的资本在不同投资项目、资产或业务单元之间进行分配和部署的决策过程，以实现股东价值最大化的目标。全球经济正经历从后疫情时代经济修复向新常态过渡的复杂阶段，伴随着持续的技术颠覆、地缘冲突的重塑以及社会对企业责任期望的提升，对于企业资本配置的要求显得尤为重要。

3.1 企业资本配置的结构特征

企业可以通过增加净营运资本、研发、资本支出来实现内生增长，也可以通过并购来实现外延扩张，还可以将现金返还给债权人和股东，提升资本回报率。

并购是企业通过购买其他企业股权或资产以实现控制或整合的外部扩张行为。通过并购进行外延式扩张，可以进入新区域市场或新业务领域，快速实现市场份额提升，也可以通过整合供应链实现规模经济与协同效应。并购类型包括横向并购（旨在提高市场集中度并购同一行业竞争者）、纵向并购（旨在增强控制力同时降低周期性波动并购产业链上下游参与者）、混合并购（旨在分散风险或寻求新增长点收购跨行业的企业）。

资本支出是企业为获取、建造、升级或维护长期有形资产（如土地、厂房、机器设备、基础设施）和符合资本化条件的无形资产（如大型软件系统开发）所发生的支出。资本支出可以分为维持性资本支出（用于替换老化或损坏的资产保证业务正常运转，通常与折旧相当）、扩张性资本支出（增加新的生产线、开设新店、进入新市场等）、效率改进/技术升级资本支出（投资于新技术、新工艺）、合规性资本支出（为满足环保、安全等法规要求的支出）。

净营运资本是指企业的流动资产减去流动非息负债后的差额。其核心战略目标是确保企业拥有足够的流动性来支持日常经营活动的顺畅进行，如采购原材料、支付员工工资、应付供应商账款，同时又避免过多资金闲置在低效的流动资产上。研发是企业为获取新知识、创造新技术、开发新产品/服务或改进现有产品/工艺而进行的系统性创新活动^[3]。

分红是公司将其部分税后利润以现金或股票的形式分配给股东的行为。其战略目标是回报股东投资、传递公司财务健康和盈利稳定的信号、吸引偏好稳定现金流的投资者（如养老基金、保险公司）。股票回购是公司动用自有现金从公开市场上购回其发行在外的部分普通股以提升每股收

益和股东权益回报率，向市场传递管理层认为股价被低估的信号、为员工股权激励计划提供股票、优化资本结构（如增加财务杠杆）、或作为分红之外的另一种灵活的现金返还股东的方式。回购的类型包括公开市场回购（在交易所相机购买自身股票）、要约回购（向所有股东发出以特定价格回购一定数量股票的正式要约）、定向回购（从特定大股东手中回购股票）。

债务偿还还是企业按约定或提前偿付其所借债务的本金和利息，目的在于降低财务杠杆和财务风险、减少未来的利息支出、改善信用评级、提升融资能力、增强财务灵活性以应对经济下行或抓住突发投资机会。主要类型包括：按期偿还、提前偿还/赎回、债务重组/置换（通过发行新债偿还旧债，或与债权人协商修改债务条款）等。

3.2 企业资本配置的演变趋势

在经济增速回落的周期性因素和新技术持续突破等结构性因素驱动下，中国企业的资本配置趋势也发生了显著变化。从上市公司的数据看，资本支出占整体配置比例依然是主导，但是研发费用占比逐步提升。传统工业经济时代企业资本配置的主要方向是有形资产投资，随着数字经济的兴起，无形资产在企业价值创造中的作用日益凸显。

数字化与智能化投资占比提升。资本支出中用于购买服务器、云计算基础设施、物联网设备、自动化生产线（如工业机器人）的比重显著增加。“绿色资本支出”成为新增长点。为实现碳中和目标，企业在可再生能源项目、能效提升改造、碳捕捉与封存技术、电动汽车充电设施等方面的投资大幅增长。半导体等战略性行业资本支出维持高位。尽管面临周期性波动，但由于地缘政治竞争和技术自主的需求，全球主要经济体对半导体、新能源电池等战略性产业的资本支出支持力度不减。

研发是一种资本配置选择，它主要以费用的形式出现在利润表上。全球 R&D 投入持续攀升，重点领域突出。OECD 其成员国及主要伙伴经济体的 R&D 总支出占 GDP 比重自 2000 年以来稳步上升，信息技术、医疗健康和汽车行业占据了约 75% 的份额。人工智能（AI）成为 R&D 核心赋能技术。AI 被广泛应用于新药发现、材料设计、自动驾驶算法开发、软件工程等领域，显著提升研发效率和创新能力。

传统净运营资本管理侧重于维持充足的流动性以防范风险，随着投资回报压力增加和精益生产理念兴起后，企业转向关注降低净运营资本以提高资本效率。但随着地缘冲突

的加剧，企业又增加了关键材料和部件的安全库存。净运营资本变化出现分化，供应链韧性优先。代表战略新兴产业的科创板和创业板净运营资本增加，而传统行业的净运营资本仍在下降，这说明了科技企业的供应链向“以防万一”策略部分转变，增加了关键部件和产成品的安全库存。同时传统企业广泛采用供应链管理软件和 AI 驱动的需求预测模型等自动化处理平台，这些技术有助于提高存货周转效率。

国内的并购在资本配置中占比仍偏低，但是美国市场上市公司并购和资本支出是最大的资金用途，针对人工智能、云计算、半导体、生物科技等领域的并购是市场热点，占交易总量的比重持续上升。中小型“补强型”并购增多。在宏观经济不确定性增加的背景下，企业更倾向于进行规模较小、风险可控、能快速补充技术或市场短板的“补强型”并购。并购交易中对目标公司 ESG 表现的尽职调查日益严格。

分红是衡量企业质量和回报股东的主要方式。成熟行业是分红主力：金融、能源、公用事业、消费必需品等成熟行业的企业，派息率和股息收益率相对较高。随着股票市场逐步下跌，国内也逐渐增加股票回购的运用，回购规模和股东总回报中的占比显著低于美国。行业大多集中在现金流充裕的科技类型公司，回购目的“机会性”与“系统性”并存：一些公司将回购作为在股价回调时的“机会性”操作，而另一些公司则制定了更为系统性、中长期的回购计划，用于股权激励和回报股东。

4 结语

企业资本配置是一个复杂而动态的系统工程，结构特征和演变趋势是企业战略在财务层面的具体体现，深刻反映了外部环境的变迁和企业内部发展阶段的需求。企业资本配置的内涵和外延也都在不断拓展。面对未来，企业唯有深刻理解资本配置的内在规律，敏锐把握其演变趋势，更加注重资本配置的组合效应，而非单一工具的运用。有效的资本配置是企业穿越经济周期、把握时代机遇、实现可持续高质量发展的核心竞争力。

参考文献

- [1] 史书贤.国有企业资本运营管理的问题探析[J].中国乡镇企业会计,2024(13)
- [2] 姜珊珊.企业资本运营风险及其应对策略分析[J].全国流通经济,2024(07)
- [3] 朱传章.高质量发展背景下国有企业资本运营探讨[J].财经界,2024(28)