

工商管理系列教材

资本运作案例精选3

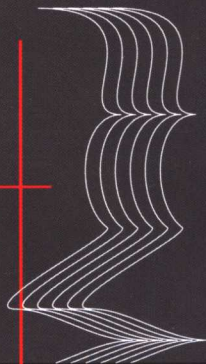
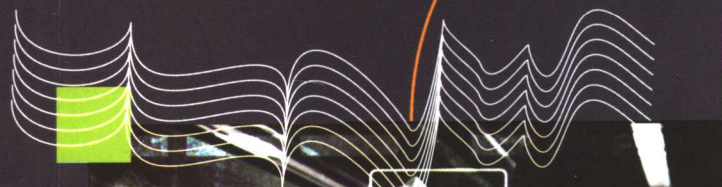
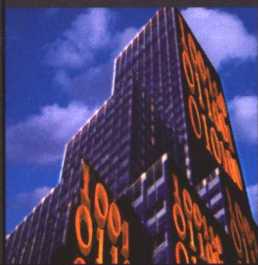
造系运动：资本枭雄的

李映东 主编
西南财经大学出版社

帝国梦想

ZIBEN YUNZUO ANLI
JINGXUAN SAN

ZAOXI YUNDONG DE
ZIBEN XIAOXIONG DE
DIGUO MENGXIANG



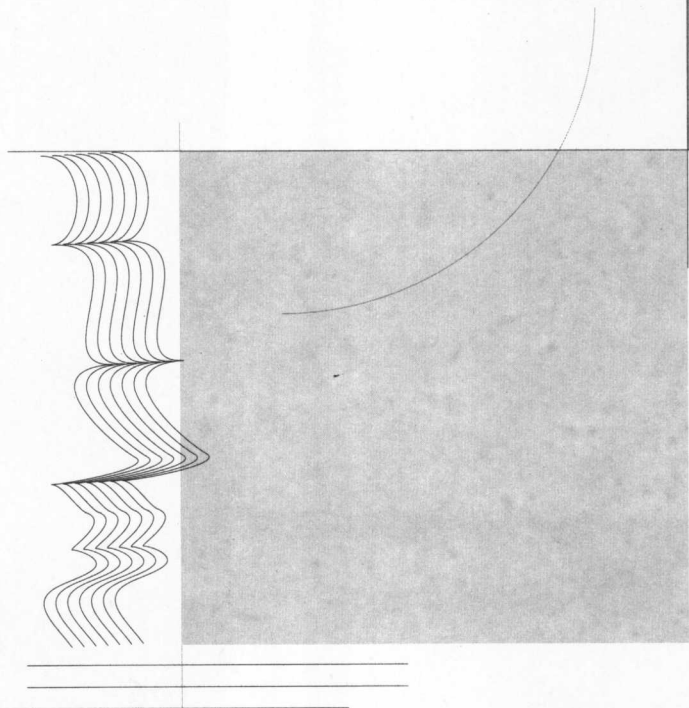
工商管理系列教材
资本运作案例精选3

造系运动:资本枭雄的

帝国梦想

李映东 主编
西南财经大学出版社

ZHIBEN YUNZUO ANLI
JINGXUAN SAN
ZAOXI YUNDONG
ZIBEN XIAOXIONG DE
DINGUO MENGXIANG



图书在版编目(CIP)数据

资本运作案例精选 .3:造系运动:资本枭雄的帝国梦想/李映东主编.
—成都:西南财经大学出版社,2006.11

ISBN 7-81088-606-1

I.资... II.李... III.企业管理—资本经营—案例—中国
IV.F279.23

中国版本图书馆CIP数据核字(2006)第127674号

资本运作案例精选 3
造系运动:资本枭雄的帝国梦想

李映东 主编

责任编辑:冯媛

封面设计:何东琳设计工作室

责任印制:杨斌

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街55号)
网 址:	http://www.xcpress.net
电子邮件:	xcpress@mail.sc.cninfo.net
邮政编码:	610074
电 话:	028-87353785 87352368
印 刷:	成都市书林印刷厂
成品尺寸:	170mm×240mm
印 张:	17.5
字 数:	275千字
版 次:	2006年11月第1版
印 次:	2006年11月第1次印刷
印 数:	1—3000册
书 号:	ISBN 7-81088-606-1/F·517
定 价:	27.00元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。

作者简介



李映东，男，1970年生，硕士，现为在读博士生，中共党员。1993年毕业于北京科技大学并获得工学学士学位，毕业后到四川省广元市604大队工作两年，1995年到1998年就读于西南财经大学，并获得经济学硕士学位，1998年毕业后留校到工商管理学院任教至今。2000—2002年由学校公派到法国瓦朗斯拉大学（Valenciennes）进修学习两年，并获得企业管理硕士学位（DESS CAAE）。入选西南财经大学“151工程中青年教学科研骨干培养人选”计划。任教期间，为本科生、硕士研究生和MBA学生开设了管理学、资本运作、管理经济学、博弈与信息等课程。先后主研国家自然科学基金课题“大型企业跨部门生产协调机制市场化理论与模型研究”（70371060）、四川省社会科学“十五”规划项目“WTO框架下与西部大开发中的四川主导产业新选择”等课题共5项；作为副主编出版《资本运作案例精选2》，参与《中国产业经济研究》、《资本运作》等的编写；并在《科学学与科学技术管理》、《电子科技大学学报（社科版）》、《财经科学》等学术刊物上发表论文10余篇，其中部分论文被《人大报刊复印资料管理科学卷》、《经济研究参考》等转载。

从造系运动看民营资本大鳄的兴与衰

(代序)

20多年来,中国有不少成功民营企业,但相比之下,失败者更多。这里存在一个巨大的悖论:民营企业想要走向辉煌和卓越,必然要超常规地扩充自己的资本规模,进行资本扩张,把企业尽可能地做大,但把这些企业做大的同时,却使这些企业像一只巨大的螃蟹,一红就死。令人感到可惜的是,甚至包括像德隆这样一个曾被国人引以为豪的、以崇尚传统产业整合的优秀企业,现在也进入了失败企业的案例库。这是否是中国民营企业的宿命呢?我们应当如何来看待这个悖论呢?中国民营企业做大是否只有通过造系运动来实现呢?中国民营企业做大的内在动因是什么?这些问题经常萦绕在我的脑海之中,我也常常与李映东老师等一批青年才俊们一起研讨这些问题。今天,李映东老师等一批青年才俊们通过半年多的努力,内查外访,为我们提供了一个中国民营企业造系运动的案例库,较好地回答了上述问题。尽管列入本案例库的中国民营企业造系运动的案例都是失败企业的案例,但它为我们总结了经验,提出了警示,有着极强的学术价值和实践意义。

我们知道,中国民营企业的发展战略主要有两类,一是内部积累型发展战略,一种是外部交易扩张型发展战略。内部积累型发展战略即是在企业现有的资本结构下通过整合企业的内部资源,维持并发展企业的竞争优势来延续企业的生命周期;外部交易扩张型发展战略即通过兼并与收购、股权资本运作等方式、方法和手段来改变企业的资本结构,吸引外部资源,面向外部要素市场打破现有资源配置格局以增加企业的竞争优势。

实践证明,企业的发展初期可以通过内部积累型发展战略来使企业经济效益获得持续增长,通过内部资本的原始积累使企业生产经营规模逐渐扩大。但是如果企业仅仅采用内部积累型发展战略,那么企业的发展就会受到限制,因为再高明的内部积累型发展战略也只能延续企业生命周期,而无法使企业获得持续的、跳跃式的发展。这就使外部交易扩张型发展战略的作用日益凸现,只有成功运用外部交易型发展战略才能使企业获得持续的,跳跃式的发展。通过外部交易型发展战略的实施,创造新的企业组织和企业制度,才能使企业争取和保持竞争优势,将外部利润内在化。

在许多年前,我就曾指出,我国国有企业由产品生产到商品生产的转变和由单一生产型向生产经营型的转变称为“两次跳跃”。中国民营企业从一诞生开始,它就是与市场经济环境相适应的,也就是民营企业生存的环境与国有企业不同,它出生的环境就是市场经济,这就决定了中国民营企业存在着一个先赋性条件和优势,它可以直接由生产经营型向资本运作型的转变。事实上,这是最“惊人的第三次跳跃”,往往需要通过资本运作来实现,而资本运作的内涵、内容、方法、模式和运作技巧的全面研究和掌握成为了企业进行扩张和发展的关键。

自20世纪90年代末期以来,中国的资本市场开始和企业造系运动结下不解之缘,在这一轮造系运动中的主角们主要是民营资本大鳄。数年间,这些民营资本大鳄的很多风云人物都已经远去,杨斌、周正毅锒铛入狱,唐家兄弟的德隆系金融帝国坍塌,我们看到的是,一个又一个所谓“资本运作高手”接二连三地栽倒在自己一手挖掘的资本暗河之中,一个个梦想随风而去,浪淘尽“天下英雄”。曾经有人说德隆系金融帝国的坍塌是那场资本市场造系运动的拐点,民营资本大鳄的造系运动从此将走向没落,或许这有几分道理。我们真希望中国民营企业好好地反思一下,仔细评估一下造系运动的得与失。

令人遗憾的是,本书所列的主要通过造系运动的手段进行资本运作来实现扩张和发展的中国民营企业却进入到失败企业的案例库。这些案例实质上回答了中国民营企业是做大还是做强,做大与做强究竟是什么关系,资本运作的内涵、内容、方法、模式和运作技巧与中国民营企业做大做强这个主旨到底是什么关系等问题。这些案例既有精彩的故事说明事件的起因、过程和结局,又有精辟的理性分析,发人深省,给了我们很多的启迪。本案例集可以说是“前

车之覆,后车之鉴”,熟读和深刻领会这些案例的精髓可以起到“前世之事,后世之师”的作用。

二

在李映东老师等一批青年才俊们编写这本案例集的时候,我有幸地成为了这本案例集的第一个读者,使我对这些正发生在我们身边的故事有了更深的体会。当我系统地读完这本案例集的时候,我更多的是陷入一种深思之中。我所想到的是这些曾经创造过无数辉煌的中国民营企业及其领导者为什么会陷入失败,是什么样的陷阱导致了失败。或许我们可以将这些陷阱归纳为:造名陷阱、做大陷阱、多元化陷阱、多地化陷阱、负债陷阱、两权分离陷阱、国际化陷阱、资本运作陷阱、外部资金短贷长投的陷阱,等等。

不要说一个企业前进的道路上有如此多的陷阱,只要掉进上述任何一个陷阱,就很难全身而退。如果这些企业醒悟得早,或许可以逃生,并获得深刻的教训,对这些企业来说,或许是一笔非常宝贵的财富。遗憾的是,本书所列的中国民营企业几乎同时掉进了上述大部分的陷阱,失败在所难免。如果要总结本书的价值,可以发现本书所列的民营企业在造系运动掉进了不该掉进的陷阱中。这些陷阱包括:

首先,本书所列的民营企业掉进了盲目做大而不做强的陷阱。

就我所接触的这些企业高层领导人而言,我始终感到他们的骨子里的想法就是要让自己所在的民营企业早早进入世界 500 强。也就是说,他们存在着强烈的“500 强情结”。他们的基因中信奉的是“天生我才必有用”,这些人由于他们的第一桶金往往是利用了市场的不规范或从市场混沌中获得的,因而他们把财富看得很容易获得,有一种“千金散尽还复来”的宿命观。在我看来,500 强情结已经给中国许多企业带来了灾难性的后果,当然包括本书所列的中国民营企业。

最近几年,一个问题时常萦绕在我的心中,这就是目前中国企业是否具备做大的条件。目前中国社会的信用状况、职业经理人的状况、法制状况以及企业的管理水平等等都难以支持企业做大。另一方面,国际流行的趋势是企业模块化,规模边界小,而能力边界大。在这样的情况下,做大的结果不是做强,而

是做垮。

像德隆这样发展不过 10 多年的企业，一下子膨胀到近 20 万人、200 余家子孙公司，分布在全国各地，在管理上委托—代理链条就非常长，给人捞一把就走的机会就很多，防不胜防，不垮才怪。

其次，本书所列的民营企业掉进了多元化陷阱。

一个企业如果在专业化的前提下做大，则有可能做大并做强。例如，虽然广东格兰仕有职工 2 万多人，规模相当大，但企业发展仍然很健康。因为它前 10 年只做一样，即只做微波炉，把微波炉做透了，再就近增加一样，即空调。虽然能力边界大，可以辐射全球市场，但因为“专”和“精”，在国内和国际市场上极具竞争力。

近年来，当谈及运用资本运作的手段进行企业扩张时，许多国内企业都宣称计划推行多元化的战略。甚至有的企业宣称将通过资本运作和资产重组的方式进行大规模低成本的扩张，实现其多元化经营的目标。多元化 Diversification 这个词，并不是一个新概念。20 世纪 60 年代的美国，不少企业一窝蜂地采用多元化战略，进行了一连串令人眼花缭乱的合并和收购。这些企业相信通过原来企业的优秀的管理系统和扩张的业务，可以增加盈利的来源，更可以借扩大的规模来增加投资者的信心和信贷上谈判的讨价还价能力，以扩散投资在年轻的或具有发展潜质的朝阳产业上来防止企业的衰老。此外，扩张本身也可以增加员工，特别是中高层员工个人在事业上的发展机会。然而，这一切都仅仅是美丽的幻想，很快就被残酷的现实所否定。许多企业的盈利能力不仅没有增加，反而较扩张前大幅度地倒退，而且新扩展的业务在营运上、人事组合上、市场开拓上和顾客基础上的复杂程度更令企业不胜其烦。

像德隆这样的本书所列的民营企业，在短短的几年内一下子进入到几十个行业，如水泥、红色产业（其中又包括很多种类，旅游业、种植业、农资超市、电动工具、汽车零部件、金融等等）。在中国民营企业中，德隆将多元化做到了极致。人们发现，尽管德隆这样的民营企业花了相当大的力气实现了产品、人事、组织结构、市场营销等方面的整合，但组织间的文化差异、人们决策参照系等方面的差异仍然使企业的运转出现困难，无形的文化一体化问题是企业最难克服的难点。股神巴菲特有一句名言：“要是你有 40 个妻子，你将永远都不可能熟悉她们每一个人。”巴菲特是就做投资，而德隆做的是产业经营，需要自己亲自做，亲

自管理,做多了麻烦也多。

检讨本书所列的民营企业多元化失败的原因,大致有三个方面:第一是过分强调多元化,以致企业本身原有的资源,特别是人才资源不能适应和配合;第二是企业与新扩展的业务在运作上出现不协调,组织的人事一体化和文化一体化迟迟不能实现,导致沟通困难和失去原本计划的联合协同(Synergy)效益;第三是代理人问题(agency problem)的出现引致企业未能有效地利用资源。代理人问题是指企业的管理人员以多元化为借口,在扩展业务规模中寻求私人利益(例如增加薪酬和在社会上的影响力)。还有企业的管理人员因为不愿将过剩的资金分配给股东而失去股东的支持,或因资金过多而被一些亏损企业所收购。这些管理人员便不惜一切地将这些资金用来发展其他业务,从而巩固和增加他们的私人利益。

其三,本书所列的民营企业掉进了多地化陷阱。

中国地域很广,各地投资环境差异较大。有些地方“爱商、敬商、护商”,也有些地方“开门招商,关门打狗”。因此,在一个地方投资,你需要拿出不少精力和感情投入到当地的人际关系沟通之中,关系不到位,事情很难成。

可以这样说,多地化与多元化一样,带来的问题委实不少,但就此全盘否定多地化也有失公允。多地化也可以是一个成功的战略,它有利于企业分散风险,利用各地丰富的资源,特别是政府资源,把握和扩大盈利机会,提高资本运作的效率和资本的使用效率。然而,多地化与多元化经营一样,也同样会导致企业资源短缺,经济效益随着地域的扩大而递减,投资膨胀或投资分散等诸多问题就会出现。特别是对我国绝大多数企业而言,尚无多地化与多元化经营的经验和条件,因而自然不会具备其能力。

中国企业通常有两种做法:一种是全国布点,遍地开花;另一种则是集中于一点,做深做透。例如,格兰仕的成功之道在于三个集中:集中于微波炉一个产业、集中于制造一个环节、集中于广东顺德一个地方。

其四,本书所列的民营企业掉进了低成本扩张的误区和陷阱。

资本运作在不少人的理解中,都认为是一种企业的快速地实现“低成本扩张”的一种战略形式,即企业以尽可能低的投入来取得资产数量的最大化,实现资产的快速扩张。甚至本书所列的民营企业中有些人认为资本运作完全可以通过高智力的策划来实现资产的调整而达到低成本扩张的目的。这种观点事

实上是不全面的,甚至是同资本运作的内在要求相抵触的。

对于一个企业来说,资本运作中的低成本究竟是指什么,这是非常关键的一个问题。如果只是看到了企业在资产交易环节所付出的代价来计算成本,那就走入了一个误区。如果不考虑资本运动的全过程的成本,只看资产交易环节上的成本,那是同市场交易规则相违背的。资本运作的成本,严格的讲,应当包括资产交易完成之后,这些资产进行盘活、增值过程中所支付的全部代价。一般来说,它包括资产交易策划、资产交易、资产交易之后的技术投入、技术开发、增量资金的投入、设备更新和生产线的填平补齐、经营管理组织和人员的调整、产品调整、市场开拓和市场销售渠道的建立、人员培训和安置、资产增值之后的再出售(资产退出)等若干个环节所支付的成本和代价。如果进行资本运作时不进行全方位的策划和计算,资本运作不仅达不到“低成本扩张”的目的,反而使运作企业陷入不良资产的泥潭;不仅未能盘活资产,甚至使自己投入的资源也变成了不良资产,企业陷入经营困境。对于有志于进行资本运作的企业而言,关键点并不是可以以极低的价格获得一笔资产,或者是不花一分钱以承担对方企业的负债为代价而获得一笔资产,而是要看自己企业所拥有的各种资源优势能否发挥作用。

其五,本书所列的民营企业掉进资本运作的陷阱。

本书所列的民营企业的资本运作主要表现在五个方面:一是对上市公司的进入和控制;二是对非上市公司的兼并和收购;三是为获取资金而进行的各种社会融资;四是证券市场的运作;五是对银行、信托等金融机构的介入。

一般来说,人们希望通过资本运作的过程获得高智力性活动的成果,高收益性的成果和投资与理财的成果,而非产品生产经营的成果。由于这种成果的取得,一般不是产品或实体经营的成果,而是资本运作的成果,它可能带来的利润更高。但是,问题出在本书所列的中国民营企业过于迷恋资本运作这种“空手道”或“空手套白狼”的活动,而忽略了使企业安身立命所必需的产品或实体经营。如果仅仅是这样理解资本运作,那是不全面的;如果忽视了企业的实体或产品的生产经营,那是有百害而无一利的。

本书所列的民营企业的资本运作,虽然能使企业规模迅速扩大,但也使得产业分布和空间分布不断分散,融资成本越来越高。这些企业在实业与金融两条战线同时运作。一般认为,这些企业通过控制金融,为实业源源不断地输入

资金。但根据我所做的调查研究,实际情况却刚好相反,这些企业不断地从实业中向金融输血,也就是说,这些企业所控制的金融不但不能给实业以应有的支持,反而成为实业的包袱。

其六,本书所列的民营企业掉进了负债经营、短贷长投的陷阱。

以上几个陷阱,最终归结为企业负债规模大,负债率太高。本书所列的民营企业的负债有三大特点:一是负债成本较高,二是外部资金短贷长投,三是债权人比较分散。除了全国各地的银行和金融机构外,还有大量委托理财的社会法人和社会公众。很显然,这种负债具有极大的危险性。

每个企业都有一个合理的负债率,负债经营、短贷长投,本身就是在走钢丝,是铤而走险。如果遇上周期性经济调整或政府宏观调控,问题就会出现。就是一个正常负债的企业,一旦遇上宏观调控,银行只收不贷,也很难存活,更不要说本书所列的民营企业这种负债规模巨大,负债率极高的企业。

有些企业的资本运作主要是由于应付短期理财或租税目的而引起的。例如,一个强调加速向外发展作为其主要的筹资目标的企业可能发现,由于其现金收支、资本结构或营运资本的暂时不平衡,从而很难进入资本市场筹集资金以应付持续不断的财务需要。一个企业通过和一个稳定的、有能力的和现金充裕的公司合并,就能够提出一套合并的财务报告,以使它的地位进一步为潜在的投资人所接受,从而同意继续对它的发展计划注入资金。同样,一个拖欠税款并预期将面临继续不能获利的公司,可能发现它的价值在同一个经营正常的企业合并后会突然大增。主要的原因是它可能被有心发展业务、同时为了寻找减少自己原来的巨大税赋负担的公司看中。因为一个盈利多的公司并入一个目前亏损欠税但以后会变为盈利的公司,可以减少它应缴纳的所得税,以补贴并入公司的亏损,从而增加将来的利润。然而,必须指出的是,这种资本运作是需要进行充分、认真论证的,必须有充足的理由保证组合之后被并入公司的财务状况会得到改善。

三

我们可以这样说,资本运作和通过资本市场筹措资金来寻求企业的发展仍然是必要的,也是必需的,这是世界 500 强的已经被证明是成功的经验。然而,

关键的是要考虑怎样适合企业自身的特点、优势、内外环境等。

实践证明,成功地运用资本运作的手段来推进企业的扩张和高速发展,必须用战略的眼光来审视以下几个方面:

第一,企业本身的长处和优势。企业本身必须具备一些长处和优势,无论是在技术、营销、财务、管理或商业关系方面。企业只有认清了自己在哪方面具有长处和优势才可以拟订企业通过资本运作进行扩展的路线和计划。例如,拥有卓越技术的企业应当可以成功地发展其他与这些技术有关的业务(技术同心多样化战略);良好的营销网络则可以容许企业尝试通过兼并、收购等方式来发展新产品,以便更有效地运用已经建立起来的网络(营销渠道或顾客基础的同心多样化战略)。无论怎样,企业都应对照所拟订的扩展计划,依次回答三个问题:我们正在何处?我们将走向何处?我们准备走向何处?这三个问题的答案才是资本运作扩展计划的主旨所在。

第二,协同增益问题。这是指企业能否把企业新拓展的业务同原有业务结合起来,产生比个别业务单独运作更大的利益。协同增益的判断,人们往往会利用缺口(gap)填补的方法去进行观察和判断。即是否填补了产品线的缺口、销售的缺口,或销售组合的缺口、市场缺口、竞争缺口,或者是否填补了管理的缺口和人才的缺口。

第三,留意是否过分扩展,是否进入到“资产膨胀”的误区。资本运作中太急促的扩展和过分的扩展都会造成企业消化不良,资产的膨胀并不等于企业的规模经营、经营业绩和经济实力的增强。事实表明,过分扩展会重蹈20世纪60年代美国企业资本运作的覆辙。“前车之覆,后车之鉴”,我们不得不清醒地认识到这一点。

第四,适当的监察和监控(Monitoring),这样可以减少代理人问题的出现。这一问题需要对企业的运行制度和外部环境进行改变才能实现。应加强企业内部董事会、监事会的监察,落实董事和监事责任,同时还应引入企业外部的独立机构(如交易所、会计师事务所和审计师事务所)的监控,这样可以有效地减少企业资源的浪费和保障小股东的利益。

第五,资本运作需要企业内外配合协调。资本运作这种高智力的活动的成败的确取决于人们的创意、观念和运作模式的突破,正是这种高智力、动脑策划和投资理财活动促成了资本运作的高收益性结果。但是,如果仅仅是这样理

解,那是不全面的,如果忽视了企业的实体或产品的生产经营,那是有百害而无一利的。应当看到,资本运作只是企业战略突击的一种形式,是一种非常规的、非例行的、非程序性的一种活动。它本身是企业内外配合协调的结果。

内外配合协调是管理人员梦寐以求的营运状况。内外配合协调是指企业的产品生产经营和资本运作不但要达到内部协调(internal fit),又要外部适宜(external fit)。内部协调是指企业各类运作流畅,职工之间合作顺利以及职工认同企业的经营理念;而外部适宜是指企业的产品、服务以及行为标准能够适应市场的需要。当然,在市场经济条件下,外部适宜往往比内部协调更为重要。进行资本运作的企业往往需要具备一种新型的组织文化去处理环境的挑战,其目标是要实现内外配合协调。在市场经济条件下,由于企业系统的开放性,科技的日新月异,顾客需求的变化以及政府政策的调整,使企业的外部环境产生了巨大的变化,而内部组织从观念、人员到产品均未进行相应的调整,因而可能使企业不能与外部环境相适宜了。

我们可以说,资本运作并不是投资和理财手段的简单创新,而是内外配合协调的结果。但现实生活中,困难的是人们应当认识到,内外配合协调是动态的过程,这需要管理人员高度重视企业内外环境的互动关系,积极地、主动地、有创造性地去形成内外配合协调的局面。今天的内部环境未必可以适应未来的环境变化的需要,而今天成功的资本运作战略也可能因为环境的改变而丧失价值,甚至成为今后企业发展的绊脚石。因此,寄希望于资本运作的“空手道”手段一定会得不偿失。

第六,资本运作应当关注的是企业更新。企业的兼并、收购和资产重组等资本运作的结果,必然是企业资产的数量和经营规模的扩大。但是,我们应当看到,资产数量的增加,并不意味着规模经济的实现。资产数量并不能同规模经济、企业实力和经营业绩划分等号,通过企业间并购只是为企业实现规模经济、扩大企业实力和创造优良的经营业绩创造了条件,但这仅仅是必要条件而非充要条件。要实现企业的规模经济、扩大企业实力和创造良好的经营业绩,关键在于企业的更新(corporate renewal)。如果一个企业进行了一些企业并购等资本运作,但其传统的体制未进行相应的改变,这种体制对新事物往往产生抗拒,因为企业受其原有管理组织所限制,未能启发新的思想,以至于不能制订出适当的战略。或许虽然有适当的战略,但因为管理组织未能作出相应的改

变,战略再好也不能有效地被执行。或许这就是我们传统国有体制条件下进行行政性资本运作效果不佳的根本原因吧。本书所列的民营企业进行资本运作,注重的是资产膨胀,以为资产膨胀就可以实现规模经济和提升企业实力,其效果不佳,主要原因在于企业制度更新的困难。企业制度决定经营机制,经营机制决定效果。企业如果不通过彻底的深化改革,怎样才能寻找缩短与其外部环境之间的距离呢?这样的运作结果只能是资产的膨胀而不是规模经济和竞争力的增强。而这正是本书所列的民营企业悲剧所在。

到现在为止,市面上有关民营企业造系运动的书已经不少。李映东老师等一批青年才俊们之所以再写这么一本书,我认为本书一是具有系统性,全面地介绍了这些民营资本大鳄造系运动的兴与衰;二是注重对比分析,本书将这些民营资本大鳄造系运动的思路、手段、方法、技巧及意义进行对比分析,使读者更容易理清脉络,进行判断;三是注重理性分析,运用相关的理论工具进行全面细致和深入的分析。可以这样说,李映东老师等一批青年才俊们是用咨询专家的眼光,而不是记者的眼光来写民营企业造系运动。我相信《造系运动:资本枭雄的帝国梦想》这本书,能给读者更多有关民营企业造系运动的新资料、新观点、新启示。

罗珉

西南财经大学工业经济研究所
副所长、教授、博士研究生导师

前 言

德隆、格林柯尔、华晨、农凯、鸿仪、飞天、朝华、凯地、托普、三九，一个个在中国资本市场声名显赫的企业帝国；唐万新、顾维军、仰融、周正毅、鄯彩宏、邱忠保、张良宾、张海、宋如华、赵新先，一个个在中国资本市场叱咤风云的资本枭雄。曾经让人多么熟悉的名字，让人多么仰慕的名字，让人多么向往的名字。

但是，转眼之间，这些帝国或烟消云散，或四分五裂，或苟延残喘，这些枭雄或自投罗网，或被捕判刑，或西渡外逃。真所谓：浪花淘尽英雄，是非成败转头空……然而，古今多少事，难道都付笑谈中吗？

自 20 世纪 90 年代中期以来，我国资本市场兴起了一股兼并、收购的浪潮，也兴起了一股造系运动高潮，其间诞生了不少系族企业帝国。我们选择了具有代表性的德隆系等 10 大企业帝国，分析他们产生的过程、运作的技巧、失败的原因。前事不忘，后事之师，只有对这些企业帝国及其缔造者进行深入剖析之后，我们才能回答：为什么在我国资本市场上造系运动如此之多？是什么因素使得我国的企业家偏好造系运动？为什么从长期来看造系运动成功的案例非常少？难道造系运动本身就隐含着失败的必然因素吗？

从造系运动的实践来看，我国主要有五种造系模式：

(1) 以炒作股票为核心的造系运动，造系者控股上市公司以及利用上市公司控制一系列公司的直接目的是获得炒作股票的资金，打造坐庄的资金链，对企业经营管理本身并不是很注重，这种模式以“德隆系”为代表。

(2) 以企业扩张为核心的造系运动，直接目的是采取多元化或规模化战略做大做强企业集团，通过集团化资源配置打造产业链，对二级市场的股票炒作兴趣不大，这种模式以“三九系”为典型代表。

(3) 以纯粹资本运作为核心的造系运动，造系者通过财务投资进行兼并、收

购形成系族企业，一般不介入二级市场或介入二级市场较浅，以“格林柯尔系”为代表。

(4)以套取现金为核心的造系运动，直接目的就是通过关联交易套现、交叉担保骗贷，在获得巨额现金后再转移到自己控制的私人公司中，变上市公司的资金、投资者的资金、银行的资金为自己的资金，对二级市场的股票炒作、企业的经营管理都不感兴趣，把造系当成纯粹的“空手套白狼”的游戏，这种模式以托普系为代表。

(5)混合模式，上述四种模式的混合、交叉，许多企业的造系运动并不能仅仅归因于单一目的，而是多个目的、多种手段的混合。

不管属于哪种造系模式，不管造系者的直接目的是什么，其最终目的都是要从造系运动中获得超额利润，正因为通过造系运动能够得到超额利润，而这个超额利润对于资本枭雄们来说具有太大的吸引力，所以，在我国资本市场上才会发生那么多的造系运动。

那么，通过造系能够获得哪些收益？又需要付出哪些成本呢？

我们首先来看看造系的成本。实际上，在造系过程中，支付的成本主要表现为收购价格及相关手续费用。这些费用在我国资本市场股权分置改革之前（2005年5月前）都是非常低的：①从收购方式来看，绝大部分造系者都是通过协议收购方式而不是二级市场购买目标上市公司的股票，而且标的股份因属于国有股或法人股而不能流通，因此，其收购价通常都是由买卖双方以目标上市公司的每股净资产为基准而确定，即使二级市场股票价格非常高，但每股净资产却通常远远低于股票价格，所以，收购价格通常都很低；②从支付方式来看，并不需要收购方一次性全部支付现金，而是可以分多次支付，这就减少了收购方（造系者）短期对现金的需求量，而且，在实际操作中，许多是采取承担目标公司债务方式进行收购，对造系者来说根本就不需要支付多少现金；③造系者收购目标上市公司股份均是一次性大笔交易，二级市场的要约收购又通常能够被豁免，这避免了二级市场收购股票带来的股票价格上涨风险和多次交易所增加的交易成本，所以，一次性大笔交易大幅降低了收购风险和收购成本；④造系者只要成为第一大股东或控股股东就能够改选并控制公司董事会，从而能够低成本地控制目标上市公司以达到造系者自己的目的。

由此可见，不论是收购成本、交易成本还是控制成本，对造系者来说都是很

低的,而由此带来的收益却可能非常大,那么,通过造系能够获得哪些收益呢?造系者的盈利模式有哪些呢?

通过我们对德隆等十大典型系族企业运作手法的分析,从造系者的角度来看,其盈利模式主要有:

(1)资产套现。造系者控股上市公司后,把原先自己控制的资产以高价出售给上市公司,由此实现原有资产的高价和快速套现。

(2)资产置换。造系者把自己原来控制的优质资产或概念性资产以资产置换的形式进入上市公司,把上市公司的劣质资产或非盈利资产置换出来,在这笔交易中,造系者可以通过高估自己资产、低估上市公司资产来获得资产置换的额外收益。

(3)炒作股票。即使资产置换本身不一定给造系者带来额外收益,但造系者还有另外的、甚至是主要的盈利渠道——由于上市公司有并购题材、置入了优质或概念资产,利用这个概念炒作二级市场上该上市公司的股票,往往能够获得巨额的超额收益,而炒作股票所需资金通常来自于上市公司或其下属公司和银行贷款。

(4)抵押贷款。造系者以所持有的上市公司股权向银行抵押,或者利用上市公司及其下属子公司的资产(包括土地)向银行抵押,获得的银行贷款资金,由造系者实际支配。

(5)相互担保。造系者通过所控制的公司之间相互担保,各公司分别向银行申请贷款,然后把这些分散的资金通过多种途径转移到造系者直接控制的账户上,由此造系者就能掌控大量的信贷资金。

(6)关联交易。造系者旗下各公司之间进行大量的关联交易,运用高买低卖等手段把上市公司或其他公司的利润转移到造系者自己的私人公司。

(7)直接融资。造系者通过各种合法或非法的手段使得控股的上市公司达到配股、增发或发行可转债的资格,然后通过再融资获得资金,这些资金同样地会经过各种手段转移到造系者能直接控制的账户。

(8)资金转移。上市公司以对外投资的名义把资金转移到造系者直接控制的项目或公司里(国内或国外),这些投资通常都是有去无回,不了了之。

(9)投资实业。造系者进行合法、合规地实业投资,并经营这些实业,以此获得相应的经营利润,但这种方式的盈利模式对大部分造系者来说都显得费时