

打开资本市场，一个造就新经济巨人、
企业王国和亿万富翁的机遇正在降临

资本大运作

中国企业的历史性机会

· 卫 威 ·



OPEN UP
CAPITAL MARKETS

海潮摄影艺术出版社

F832.48

W59

407787

资本大运作

中国企业的历史性机会



资本大运作
——**中国企业的历史性机会**
· 卫威 ·

海潮摄影艺术出版社出版发行
(福州市东水路 76 号福建出版中心 邮编: 350001)
新华书店经销

河北唐山市胶印厂印刷

※ ※ ※ ※

850×1168 毫米 32 开本 11 印张 230 千字

1998 年 1 月第 1 版 1998 年 1 月第一次印刷

印数: 1—10 000 册

ISBN7-80562-465-8/F·15 定价: 19.80 元

目 录

第一章 打开市场：中国企业的历史性机会 …… (1)

- 在中国资本市场的发育中，第一次购并浪潮正向人们扑来，而且企业的购并、重组必然导致资源的优化配置，并将造就一批规模宏大的企业集团，造就出当代中国真正的大富翁

- “企业并购是撑杆的最后一跳，是球员的临门一脚。”大公司多以乘数速度发展，而“乘数发展”的关键就是企业并购

- 世界范围内的新一轮企业并购风潮的兴起，说明以企业并购为主要内容的产权交易倍受企业和投资者青睐。对刚刚向市场经济转轨，并大力向国际市场迈进的中国企业界而言，这面临的将是一场极其冷酷的超级商战

第二章 资本运作：职业经营者最高级游戏…… (27)

- 企业的购并，就是一个企业通过产权交易取得其他企业一定程度的控制权，扩大自身经济实力，实现自身经济目标的一种经济行为

- 企业购并的形式一般有横向兼并、纵向兼并和混合兼并三种。其方法有：购买被兼并企业全部或大部分股票，以达到兼并目的；购买资本，以达到控制被兼并企业目的；购买控制权，实现控股目的

- 收购涉及的是大笔资产的转移，收购后的处置、重组等财务手段十分关键。而收购后的重组除了降低成本，控制财务外，有效的资产重组如资产出售和再次融资都是降低收购时所负债务的有效办法

- 增加投资可以选择两种不同的发展战略，内涵发展型投资增加战略和外延发展型投资增加战略。前者围绕企业内涵扩大再生产的投资战略，以挖掘企业内部潜力，提高现有资源利用率和企业盈利的投资为重点，后者则围绕企业外延扩大再生产的经营战略，以扩大企业生产规模，提高生产能力的投资为重点

第三章 风云再起：市场！市场！市场！……………（53）

- 无论是出售财产权益，实行合资、并购、破产，实行股份合作都离不开产权的交易。因此，资本市场的发展就成了资产营运的重要环节。尽快发展资本市场，以此促进产权的交易和资产重组，也就成了经济社会发展的必然趋势

- 通过资本市场扩股融资、售股变现、收购兼并、债务重组、破产清算等金融运作，促使国有资本由低效企业向高效企业、从一般的竞争经营向特殊战略性营运集中

- 市场不是一个“场所”，而是由一组规则（法律、规章、政策）、一批组织（交易所、公司企业等）和一系列产权所有者的交易活动所构成的一套“机制”。因此，在资本市场发展初期，我们应该着重强调、着重研究的问题是市场交易活动开展与市场组织的建立与发育

第四章 企业购并：1+1 大于 2 (89)

- 兼并、收购，有助于企业迅速实现规模经济效益，增强资本扩张能力，也有助于企业降低对新行业、新市场的进入成本，迅速增值其可支配资本

- 如果不解决企业兼并、收购过程中的利润实现与运作技巧，那么无论从理论上讲兼并与收购对企业有多么大的益处，也是苍白无力的

- 兼并、收购企业，不单单是增加了一个新的经济成份与经济增长点，也增加了新的社会细胞与机制。这时利润与利益的冲突可能更为明显与激烈，有时所求的是短期利润，有时所求的是长远利益，有时甚至所求的是另一种形态的利润或者被兼

并企业只是一种筹码或跳板

第五章 资本重组：脱胎换骨还是借壳还魂 … (151)

- 提高资本利润率，以利于取得较高的股票发行价格，从而使上市公司资产获得尽可能大的市值。

- 固定资产和流动资产的重组，是资产重组的主干部分。长期投资重组也是资产重组的一个重要组成部分。而无形资产在重组中，虽然不是重要的，却是最复杂的，也不容忽视。总之，重组在原则上是统筹兼顾，全面考虑，并把有利于公司上市放在首位

- 实现结构调整，优化资源配置的唯一途径，就是购并及购并后的企业资产重组

第六章 融 资：为有源头活水来 …………… (193)

- 同传统渠道相比，利用资本市场进行项目融资具有明显的优越性和特殊的吸引力。其一，资本市场规模庞大；其二，同机构贷款相比，资本市场上发行的项目融资债券的还款期限较长；其二，项目发起方在资本市场进行项目融资时，可以充分利用债券设计的灵活性，将项目的部分资产从项目中分割出来，组成一个“远离破产实体”，并以该实体的名义发行债券可以有效地降低项目的融

资成本

- ABS 融资的目的在于通过其特有的提高信用等级方式,使原本信用低的项目照样可以进行国际高档证券市场,利用该市场信用等级高、债券安全性和流动性高、债券利率低的特点,大幅度降低发行债券筹集资金的成本

- 以项目融资方式筹措资金在国内外成为一种新趋势,这也标志着资本营运在当今已成为最高水平的经营

第七章 控股公司：经济巨人的资本旗舰 …… (253)

- 控股公司目的就是盘活那些存量资产,提高其营运效率,加快增值速度。控股公司在营运中具有四大功能:一、以存盘现;二、以小盘大;三、以优盘劣;四、以“虚”盘实

- 控股公司结合产业布局进行调整,通过土地置换,收购兼并,破产出让、股权转让,公开拍卖等形式,促使国有产权流动,使原来物化的“死钱”变成“活钱”

- 控股公司通过资产运作,充分发挥国有资产调动社会资本的放大能力,进而实现多元化投资主体,增加产资运作资金。以单一为主,逐步转变为群体性的调整,系统性的承担和功能性的开发,通过组建大集团,实施大项目,向跨部门、跨

行业、跨地区的空间扩张

第八章 善弈谋士：投资银行的艺术 …………… (275)

- 投资银行作为资本市场最重要的媒介与组织者，是市场机制的有机组成分子；是现代大金融系统的一大要素；是资本市场上最有效、最具影响力的高级形态的中介机构

- 投资银行与企业上市是互为存在与发展的条件，是导演和作品的关系。投资银行不仅导演了一个个上市公司，同时，也将像终身保姆一样，始终如一地培养造就善于资本营运的企业家

- 投资银行是“艺术”含量很高的经济实体，这主要体现在投资银行在企业收购和兼并中的财务顾问这一功能及相关的技术上

第一章

打开资本市场

中国企业历史性机会

编者寄语

资本营运实质就是把多种资源、多种信息汇集在一块并运作利用好。其核心就是购并、重组。当今世界超级商战，将彻底打破传统经营模式、给经济社会注入活力，并通过资源的优化配置、运作，造就出规模宏大的企业集团和一批真正的中国大富翁。

资不抵债是众多中国企业存在的最大难题，而解决这一难题的唯一出路就是汲取资本营运这种最先进的经营方式，赶上世纪末世界投资热潮，这是中国企业振兴的历史性转折机会。

一、中国最新的投资热点

赚更多的钱是一种充满诱惑的挑战,而这种挑战必然与投资有关。随着改革开放进程的加快,尤其是十五大明确指出了今后中国的发展方向,中国的投资热点必得开始空前的转化,人们不再局限于一般的经营模式和传统的投资方式。于是,资本营运便在这片经济热土上,突然成长起来,而且令人深感震惊。

可以毫不夸张地说,在中国资本市场的发育中,第一次购并浪潮正向人们扑来,而且企业的购并、重组必然导致资源的优化配置,并将造就出一批规模宏大的企业集团,造就出当代中国真正的大富翁。

现实使中国人越来越意识到资本营运的重要性和必然性。有经济头脑的人士已经明白,经济的本身离不开资源配置,而市场经济就是一种被证明最能实现资源有效配置的天地,其本质就是社会资源的优势配置。而围绕企业产权所展开的资本营运,正好体现了市场经济的本质特征。它首先说明资本可以流动,其次说明资本可以重组。通过资本的流动和重组,完全能盘活存量资产,使资源找到一种更好的组合。对于社会产业结构的调整、资产经济的优化,保障所有者的权利和创造充满活力的市场经济所必须的竞争环境,都起到了十分重要的作用。

而资本营运的实质就是把多种资源、多种信息汇集在一块并运作利用好。资本营运在较大程度上是产权交易,也即企业破产购并和重组。尽管目前中国资本市场还不成熟,但是资本营运已经体

现出其以下独特的影响和特色。

(一)“小吃大”式企业兼并的出现。1993年9月,武汉大地集团与武汉火柴厂正签订收购协议,“大地”成为我国第一家收购国有大中型企业的私营企业。有98年历史的武汉火柴厂总资产为4080万元人民币,而成立于1989年的大地公司资产才不过2180万元,收购是典型的“蛇吞象”。这种“小吃大”的方式,不仅作为“蛇”的企业主动,而且还有相当规模的“象”也很乐意。

(二)彻底打破地区和所有制的局限。最明显的是民营企业收购、兼并国有企业。至1994年10月上旬,重庆市的一些个体和私营企业,就买下市内外37家国有企业,其中年产值上亿元的国有企业就有6家。继1993年万盛区有一私营企业以300万元买下一座国有煤矿后,九龙坡区一私营企业又在1994年以1500万元买下一家国有企业。10月份再爆新闻,一家个体企业大胆向中国最开放的广东进军,以2000万元买下一家国有矿山的开采经营权。这种兼并给买卖双方都带来明显效益。

(三)靓女出嫁。搞得最彻底的是广东尤其是珠江三角洲的一些企业。在国内颇有名气的中山威力洗衣机厂,以1.39亿港元的价格,将70%的股权转让给香港粤港集团,“借壳”在港上市。以收回的资金建立了产品市场销路很好的威力空调机厂。珠海市的东大集团股份有限公司、华丰食品工业(集团)股份有限公司分别将58.45%、51%的股份转让给东南亚的两家大企业,分别吸收外资2786万美元和2991万美元。广州地铁工程也通过出让部分股权,吸引了香港一大集团4.77亿美元。

(四)跨国交易开始有声有色。一方面是国内的企业在国外购并有大动作。如首都钢铁公司收购美国麦斯塔设计工程公司70%的股份,以控股的方式兼并了它,利用其专门技术,制造了国内需要又无法生产的大型连铸和轧钢设备,并引起国外厂商的高度注

意,进一步打到国外;1992年,首钢又购买了美国加利福尼亚钢铁厂的全套设备,购买了秘鲁最大的国营企业——秘鲁铁矿。此后又与李嘉诚的长江实业集团联手收购了香港东荣钢铁股份有限公司和另外两家上市公司。收购东荣后,由于经营有方,东荣股票在市场上由原来的每股0.971元猛涨到7元,成为香港700家上市公司中股票价格上升最快的公司之一。

另一方面就是外商收购中国企业。这里规模最大的是香港中策投资有限公司。该公司投入数十亿元现金,收购了中国100多家国有企业的51%~55%的控股权,然后对其进行现代企业制度的改造。目前,这些被其收购的企业大都焕发了生机。

(五)产权交易领域的拓宽。以前主要在有形资产的领域进行,而现在已经开始渗透到无形资产领域。1994年,广东今日集团以1000万元购买了“马家军”的营养配方,之后又在全国进行“马家军营养液”经销权的拍卖,很快收回了1000万元的投资。

显而易见,这些企业之所以有较快发展,都是因为他们以购并为主要手段,通过重组上市,在资本市场求得活力。对于企业的开发与购并关系,经济学家肯特曾形象地说:“研究开发和经营管理是跑步,而企业购并是撑杆跳,是球员的临门一脚。”

往往大公司多以乘数速度发展,而“乘数发展”的关键就是企业购并。

目前,产权交易在世界经济领域又出现了一些新的趋势:

(一)新的购并风潮又起。这在美国最为明显。据美林公司等金融单位统计:1993年,公司的购并事件比上年增长了2.4%,交易额上升了86%;1994年更为可观,光从元月到8月中旬,公司宣布的购并额就达1716亿美元,比1993年增长了50%。1994年是美国5年来记录中企业购并最多的一年,购并的领域也扩大许多。最热的是医药、铁路、电讯等行业,但是百货、银行等也不少,甚至

连管理咨询公司、环境管理公司、殡仪馆等也有相当数量。1995 年呈进一步上升趋势。据美国《商业周刊》5 月报道,第一季度,美国用于兼并公司的金额达 1362 亿美元,比 1994 年同期增长 26%。

(二)跨国兼并幅度增大,频率加快。1992 年,全世界跨国企业购并共发生 1810 起,交易总额为 726 亿美元,比 1991 年 544 亿美元增长 34%。1993、1994 年更呈上升趋势,而且是全面开花。不仅最发达国家向次发达国家、发达国家向发展中国家的交易增多,发展中国家向发达国家、次发达国家向发达国家的“逆向购并”也大大增加。据美国商务部经济分析局(BEA)的报表统计,外商在美国的投资与购并金额,在经历了 4 年负增长后,1993 年就达到了 262 亿美元,比上年增长 71%。1995 年第一季度,外国公司已花了 193 亿美元购买美国公司,是 1990 年以来数额最大的一个季度。

(三)围绕交易所产生的“绞杀战”增加。例如 1994 年年初,德国的 BMW 汽车公司宣布以 12 亿美元的价格,收购英国飞机发动机公司名下罗孚汽车公司 80% 的股份,彻底打破日本本田公司欲通过该公司向西欧大力发展的美梦。本田公司已经与罗孚公司开展了 10 多年的合作,并已经拥有了该公司 20% 的股份,但 BMW 此举使其“欧洲牌”很难打了。不仅如此,由于该公司已经向罗孚公司注入了许多新技术和管理方法,他们担心这会被 BMW 汽车公司利用。“与你的竞争者建立联系是不妥当的。”本田的发言人说。于是不久,本田又决定向其出让 20% 的股权。

(四)一些原来很少用购并作为竞争手段的企业竞争对手,如今也拿起了这一武器。最明显的是可口可乐和百事可乐这一对世界饮料界最大的企业兼多年的冤家对头。多年以来,无论是在国内还是国外,这两家的竞争主要集中在公关、广告、产品、包装、价格等方面。随着在世界范围内市场争夺战的加剧,它们也不约而同开始大规模的企业购并。

那么,在新一轮的竞争中,获胜者可能就是在企业购并中获得更大市场的一方。

世界范围内的新一轮企业购并风潮的兴起,说明以企业购并为主要内容的产权交易,倍受企业和投资者的青睐。对刚刚向市场经济转轨并大力向国际市场迈进的我国企业界来说,面临的将是一场超级商战。

二、华源运作的启示

1992年7月18日,仅以1.4亿元人民币为注册资本金的中国华源集团有限公司在上海浦东诞生,经过几年超常规、跳跃式的发展,目前整个集团以中国华源实业有限总公司为核心企业,有全资和控股子公司43家、中外合资企业16家、专业进出口公司5家、自营进出口工业企业3家、海外公司和办事处6家。至1996年底,中国华源资产总规模达60亿元,净资产18亿元,利税总额3亿元,进出口总额超过3亿美元。

1. 大收购

中国华源是由中国纺织总会联合对外经贸部和交通银行共同创办的。从1992年创建初始,华源紧紧抓住浦东开发开放的有利时机,以出口创汇为突破口,努力构造外向型经济发展架构,以房地产为主要支柱,加快公司的原始资本积累。

1993年以来,华源以兼并、收购、财务重组等方式,先后对17家国有纺织企业的资产进行了重组和整合,盘活了20多亿元的国

有资产,平均每年带动 1 亿美元左右的纺织品出口。使 3 家濒临破产的国有企业走出困境并得到发展;5 家经营困难,经济效益严重滑坡的企业步入良性发展的轨道;先后投入近 7 亿元增量资金,使 9 家效益较好但资金短缺的企业技术改造得到落实,进一步增强了发展后劲。在对购并企业资产进行了进一步重组的基础上,1996 年 7 月和 10 月成功组建了上海华源股份有限公司(简称“华源股份”)和上海华源企业发展股份有限公司(简称“华源发展”)两家上市公司。同时通过在上海营造面向 21 世纪的国家级高新技术开发区——中纺科技城,努力推动国内外产业资本与金融资本的双向对接,加快培育了纺织高新技术产业,围绕整个纺织工业的结构调整和资产重组,进行了大胆的探索与实践。

华源的收购方式主要有以下四种:

增量控股。常州合成纤维厂是我国较早生产涤纶纤维的国有大型企业,虽然原本企业效益不算差,但是想有更大的发展,企业缺乏大量的改造资金。华源进入这家企业采用了增量控股的方式,投入 7300 多万元,成为企业大股东。接着,由华源组成新的管理层。

存量控股。常熟被单厂是家有近 30 年历史的、专业生产床上用品和室内纺织装饰用品的企业,企业净资产达 2000 万元,在以该企业组建常州华源双猫纺织装饰有限公司时,以净资产作为总股本,华源投资 1200 万元,从而达到控股目的。在华源注入资金进行技术改造后,一条具有国际先进水平的特阔印染后整理生产线使企业实力大增,年销售额 2 亿元,利税超过 1000 万元。

租赁改造。上海金山毛纺厂与常州合纤和常熟被单两家企业不同,它是一家濒临倒闭的企业。1993 年起,华源以每年支付 50 万元的形式租赁金山毛纺厂,随后,对该厂注入流动资金,通过引进杜邦氨纶生产设备,调整产品结构,开发生产深加工产品,并给