



中国阳光财税系列丛书

资本运营

CAPITAL OPERATION

蔡 昌 黄克立 编著



西安交通大学出版社
XI'AN JIAOTONG UNIVERSITY PRESS



中国阳光财税系列丛书

资本运营

CAPITAL OPERATION

蔡 昌 黄克立 编著



西安交通大学出版社
XI'AN JIAOTONG UNIVERSITY PRESS

内容简介

资本运营是现代企业财务管理的重要领域,是企业实现超常规发展的运作手段之一。资本运营是一个复杂的系统工程,它涉及宏观经济与微观财务,强调理论与实践的融合。本书以中国企业的资本运营为研究对象,借鉴了中外企业的优秀经验和最新的研究成果,从资本运营的运作模式、融资策略、税收战略和风险防范角度研究了资本运营的实务操作技巧。本书在探讨资本运营模式 and 运作技巧的同时,以典型的实践案例为辅助,既高屋建瓴地分析和梳理资本运营相关的理论成果,又深入细腻地剖析经典案例,使案例对理论起到一定的佐证支撑作用,而案例本身也具有一定的示范性和可操作性。

本书适合企业经理、管理人员、财务人员学习和参考,也适合财经院校教师、硕士、博士研究生及相关研究人员阅读。

图书在版编目(CIP)数据

资本运营/蔡昌,黄克立编著. —西安:西安交通大学出版社,2005.5
(中国阳光财税系列丛书)
ISBN 7-5605-1989-X

I. 资… II. ①蔡… ②黄… III. 资本运营
IV. F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 047024 号

书 名	资本运营
编 著	蔡 昌 黄克立
出版发行	西安交通大学出版社
地 址	西安市兴庆南路 25 号(邮编:710049)
电 话	(029)82668357 82667874(发行部) (029)82668315 82669096(总编办)
印 刷	陕西向阳印务有限公司
字 数	168 千字
开 本	715 mm×1 032 mm 1/16
印 张	10.25
版 次	2005 年 5 月第 1 版 2005 年 5 月第 1 次印刷
印 数	0 001~5 000
书 号	ISBN 7-5605-1989-X/F·124
定 价	19.00 元

版权所有 侵权必究

丛书总序

随着中国经济的飞速发展和世界经济一体化的迅速推进,卓越的财税管理思想日益渗透进经济实践,财税管理方法与技术也日益彰显其非凡的价值。正是在这种背景下,我们编撰了这套贴近实务运作的财税管理丛书,奉献给有志于中国经济繁荣和企业发展的职业经理人。

本套丛书具有配合热点、贴近现实、前瞻发展的特点。在这里,跟踪财税管理的最新动态,挖掘高层次、高标准的财税操作技术,总结财税运作技巧,解析财税经典案例,构筑一个相对完整的财税管理体系,为中国经济发展和财税创新提供借鉴,希望本套丛书能够做到记录实践精华,诠释经典案例,升华财税思想,带给读者朋友一种清风扑面的感觉。

为了突出丛书的特色,丛书风格定位为:简约精练,新颖独特,潜蕴创新,融汇实践。每一本书论述财税领域的一个热点问题,融汇实践创新,析理深刻透彻,力求简约明快,力避陈词滥调。我们希望读者朋友通过阅读本套丛书,快捷领悟并获取犀利、闪光的财税管理思想,深入、细腻的财税操作方法,透明、刚健的财税管理技巧,经典、实用的财税操作案例。本套丛书主要涉足财务、会计、税收领域,挖掘博大精深的财税思想,解析丰厚沉淀的财税实践,构

筑新颖典雅的财税模式。丛书选题均为财税管理实践中颇受关注的实务性选题,丛书的作者均为业界知名专家、学者,从内容上看,主要包括资本运营、现金流管理、税收筹划、财税政策博弈、成本控制、盈余管理,以及财务分析、绩效评价与财务激励、预算管理与控制、集团理财模式、财务风险防范等方面。

本套丛书可用于高级研修、高层论坛、MBA 课程、继续教育、管理人员培训等,主要适用群体为政府工商税务管理者、总裁(CEO)、财务总监(CFO)、总会计师、财务经理、会计人员、财经院校师生及科研机构相关研究人员等。

尽管本套丛书注重理论与实践的结合和灵活多样的形式,但限于我们的水平,难免有许多问题存在,期待着读者朋友给予批评指正。

主 编

2004 年 12 月

序言

1

追求收益是资本的天职,资本运营堪称是一种大手笔的运作模式。它以价值化的资本为工具,主要通过兼并收购、资产重组、资产剥离、企业分立、租赁托管等多种运作方式来提高资本运营效率和资本效益,追求高效率、高效益的资本增值。

资本运营是市场经济条件下一种正常的企业行为,它既是利润驱使的结果,也是市场竞争的必然产物。资本运营是与商品经营相对应的,区别于商品经营并独立于商品经营而存在的一种资本经营方式。资本运营作为企业快速实现资本增值的一种形式,具有投资见效快,易于进入新领域等特征,并能有效规避行业风险和生产经营风险。

并购交易是资本运营的主要形式,以并购为例,自19世纪90年代以来,世界范围内已经发生过五次大的并购浪潮,并购规模越来越大、交易次数越来越多、时间间隔越来越短、持续时间越来越长、涉及的国家 and 行业越来越广,呈愈演愈烈之势。并购被称为企业超常规发展的神奇之路,国际领域的并购活动从全球战略出发,以国际市场为舞台,在全球范围内优化配置资源,有力地推动了产业结构、市场结构的调整和企业技术进步,改变了世界经济格局,成为推动世界经济发展、促进人类文明进步的一种重要力量。

在企业这个动态的开放系统中,资本运营的价值不容低估,许多企业在价值创造中运用的一种方法就是通过资产重组和产权交易来获得企业价值的增加。

但资本运营同其他经济行为一样,也是一把双刃剑:从宏观角度观察,资本运营虽然可以在更为广泛的范围内合理配置经济资源,提高资源利用效率,实现规模经济,但规模经济为垄断的产生提供了土壤。垄断破坏了自由竞争的秩序,阻碍了市场价格机制作用的有效发挥,抑制资源的合理配置,反而又阻碍了经济的繁荣和持续发展,这就是著名的“马歇尔冲突”。

从微观层面分析,资本运营虽然可以通过多家企业资源的互补性、关联性和协同效应实现收益的最大化,但资本运营风险的存在又使企业的未来收益具有极大的不确定性。有机会必有挑战,收益与风险共存。1998年,波音和麦道合并之后,由于受消除坏账和东南亚金融危机的影响,导致盈利急剧下降,并裁员48 000人。海南发展银行吸收合并5家信托投资公司和28家城市信用社,由于合并规模超出了其风险承受能力,最终因支付危机而导致关闭,成为中国第一家倒闭的银行。

其实,资本运营的风险和不确定性,源自于信息的不完全性和不对称、垄断的存在以及市场外部性等方面,因为信息存在着高昂的搜寻成本,而信息本身又具有较强的垄断性。因此,资本运营活动存在一定程度的市场失灵,垄断又不可避免地引起资本运营的低效率。我们认为,存在此类问题的根源在于经济环境和市场机

制,政府、企业和公民都应该为营造良好的经济环境而努力。

时下,中国企业改革的关键是调整产业结构,推行股份制改造,在“国退民进”的过程中更需要采用丰富多彩的资本运营方式、方法和手段,实现资源的优化组合和合理配置,不断提高资产的使用效率,为社会创造价值。

3

资本运营涉及宏观与微观,强调理论与实践的结合。因此,我们在撰写本书时,着力最多的是寻求理论与实践的融合,在探讨资本运营模式的同时,以典型的实践案例为辅助,既高屋建瓴地分析和梳理资本运营相关的理论成果,又深入细腻地剖析经典案例,使案例对理论起到一定的实证支撑作用,而案例本身也具有一定的示范性和可操作性。

本书以资本运营为研究对象,更确切点讲,是以中国企业的资本运营为研究对象,借鉴了中外成功企业的优秀经验和最新的理论成果,从资本运营的运作模式和运作技巧角度研究了资本运营的若干操作问题,但本书并未就资本运营的全部内容纳入研究范围。

本书深入细致地剖析了资本运营的以下四个方面的操作问题:

一是资本运营的基本模式,重点介绍每种运作模式的内涵和操作方法及典型案例,使读者对资本运营有一个全面的整体认识,有助于拓宽思路,立足现实,在经济实践中探索个性化的资本运营模式。

二是资本运营中的融资策略,重点介绍了如何在市场条件下筹措到充足的资金以保障资本运营活动的顺利开展,最后还对不同的融资渠道进行了分析比较和评价,为融资问题提供了一条明朗化的线索。

三是资本运营中的税收战略,重点介绍了资本运营、产权关系与税收战略之间的关系,并分析了与企业合并、分立相关的税收政策和税务处理,并在此基础上探讨了企业并购重组、分立中的税收筹划策略与技巧,试图降低资本运营过程中所涉及到的税负问题。

四是资本运营中的风险防范,重点介绍了资本运营中可能涉及到的各种风险,从风险管理和风险防范角度分析了资本运营风险的管理程序、资本运营风险防范措施,并对资本运营的谈判与签约风险以及财务风险提出了相应对策。

资本运营是一个复杂的系统工程,我们仅仅从一些层面观察和剖析其运作规律,其实这只能算是管中窥豹,对资本运营的认识还远远不够,希望我们的努力能给读者带来一定的帮助和有益的启示,也期望有更多的人继续研究和探索资本运营,在中国不断推进资本运营。

蔡昌 黄克立

2005年1月12日上海浦东

目 录

丛书总序

序 言

第1章 资本运营概述	(1)
一、资本运营的涵义	(2)
二、资本运营的特征分析	(2)
三、资本运营的经济解释	(5)
四、资本运营在中国的发展状况	(7)
第2章 资本运营的基本模式分析	(13)
一、资本运营的基本模式	(14)
二、企业并购	(18)
三、买壳上市	(32)
四、资产-股权置换	(35)
五、管理层收购	(38)
六、资本收缩与分拆上市	(44)
第3章 资本运营中的融资策略	(48)
一、资本运营所需资金的筹措	(49)
二、对我国企业资本运营常用支付手段的评价	(60)
第4章 资本运营中的税收战略	(67)
一、资本运营、产权关系与税收战略	(68)
二、资本运营中有关企业合并、分立的税务处理	(70)
三、企业并购重组中的税收筹划	(79)
四、企业分立中的税收筹划	(85)
第5章 资本运营中的风险防范	(89)
一、风险概念及资本运营风险	(90)
二、资本运营风险的管理程序	(93)
三、资本运营风险防范与管理	(94)

四、资本运营的谈判与签约风险及其防范	(98)
五、资本运营中的财务风险及其防范	(100)
第6章 三联重组郑百文案例剖析	(103)
一、郑百文公司与三联集团	(104)
二、郑百文重组方案	(112)
三、“壳资源”的价值分析	(114)
四、郑百文重组的价值分析	(118)
五、郑百文重组方案的创新性	(133)
六、郑百文重组方案的法律障碍	(144)
七、结论及启示	(150)
参考文献	(152)
后 记	(154)

第1章

资本运营概述

1



内容提示:

一、资本运营的涵义

二、资本运营的特征分析

三、资本运营的经济解释

四、资本运营在中国的发展状况

一、资本运营的涵义

西方经济的发展史可以说就是资本运营的实践史,但是西方经济学中并没有资本运营这个概念。资本运营是在中国经济改革不断深入,资本市场进一步发展的特殊背景下,于20世纪90年代初产生的一个具有中国特色的经济学新概念,它是市场经济发展到一定阶段的自然要求。

资本运营是指筹划、组织、管理资本,但作为一种被广泛应用的经济范畴,目前在理论界尚未达到共识,形成规范的概念。从广义角度讲,“资本运营是指以资本增值最大化为目的,以价值管理为特征,通过企业全部资本与生产要素的优化配置和产业结构的动态调整,对企业的全部资本进行有效运营的一种经营方式”^①。

广义的资本运营包括以资本增值最大化为目的的企业全部经营活动,显然商品经营也在其中。狭义的资本运营是与商品经营相对应的,区别于商品经营的一种资本经营方式,可以定义为“独立于商品经营而存在,以价值化、证券化的资本或可以按价值化、证券化操作的物化资本为基础,通过兼并、收购、战略联盟、股份回购、企业分立、资产剥离、资产重组、破产重组、债转股、租赁经营、托管经营等各种途径来提高资本运营效率和效益的经营活动”^②。本书采用狭义的资本运营概念来研究资本运营的相关问题。

企业开展资本运营活动,主要利用资本市场的相关运作工具,对可支配的各种社会资源和生产要素进行优化配置和产业结构调整,以实现资本最大限度增值。显然,资本运营建立在资源配置基础上,具有更深刻的含义,即如何使企业形成更强大的核心竞争力,使企业的经济效益不断提高,经济实力不断增强,从而使企业具有资本的持续扩张能力。资本运营能够促进企业经营管理方式、资本结构、产品结构不断优化,顺应现代企业多元化、立体化发展的潮流,是实现企业超常规快速发展进而实现大公司、大集团战略的必然选择。

二、资本运营的特征分析



(一) 资本运营具有增值性

马克思在《资本论》中指出:资本是能够带来剩余价值的价值,并强调“资

① 杨波. 资本运营. 第5页. 中央广播电视大学出版社,2002年7月,第5页

② 杨波. 资本运营. 第5页. 中央广播电视大学出版社,2002年7月,第5页

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殖”,由此可见,能够产生大于自身的价值是资本的根本属性和目的。而资本运营是一种以资本为核心的企业经营管理机制,它要求在股东权益最大化原则下,通过对企业所拥有和控制的各种资本进行有效的运作,使资本在再生产过程中实现保值和增值,并在不断提高资本使用效率的条件下实现资本的持续扩张。因此,使资本实现价值增值是资本运营的根本目的,也是资本运营所具有的基本特征。



(二) 资本运营追求资本的流动性

资本是一种运动,这也是它的生命力之所在,因此流动性是资本的最突出特点。资本的使用过程就是资本的流动过程。资本只有在不断的流动循环过程中不停地转换自身的形态,合理配置、优化组合才能达到不断增值的目的,而资本的停滞则是资本的最大浪费。市场竞争的外在压力和追求利润的内在动力使企业的资本处于不停的循环流动过程中,资本运营更是要求企业不断加快资本的周转和循环,以实现经济效益的最大化。

资本运营的兼并、收购、重组、合并、控股等各种操作模式和手段都是为了盘活闲置、沉淀、利用效率低下的各种存量资本,使资本流向投资报酬率更高的行业、企业、产品中,以实现资本不断增值的目的,而且资本运营要求加快资本的周转速度,提高资本的增值效率。同时,追求资本的流动性是资本运营实现其增值的前提条件。



(三) 资本运营具有很大的风险性

资本运营是一种更高层次的、涉及面较广、影响因素多的经营管理活动,它具有一套极其复杂的运作战略,这种战略包括四方面的内容^①:(1)企业总体发展战略规划的制定,包括企业经营领域和行业的选择。(2)在总体发展战略规划指导下,选择具体的资本经营战略,如采取兼并、收购,还是控股、参股或其他产权运作方式。(3)对象企业的选择,以及本企业资源的评价,机会、风险分析等。(4)战略的实施,包括资本筹措,对象企业资产评估、谈判、交易及其并购之后的生产、组织、财务、人力资源等方面的整合。

资本运营如此复杂的战略是在资本市场中实施的,它必然要受到资本市

^① 张志元,陈继强. 资本运营管理中的风险与防范. 山东社会科学,2004年第10期

场中各种环境因素的影响,而资本市场的环境具有很大的不确定性和多变性,特别是在我国资本市场发育还很不成熟,规模较小,流动性不强,金融品单一以及金融基础设施落后的情况下,这种不确定性和多变性就更加明显,风险更大。

另一方面,随着我国加入 WTO,我国的资本市场也逐步对外开放,外国资本和外国投资者逐步进入我国的资本市场,这样外国投资者的进入或退出就可能导致或加剧我国资本市场价格波动的风险,同时其它国家资本市场的波动也会通过外国投资者在我国资本市场上投资行为的变化传输到我国市场,进一步增加市场波动和风险。

有资料显示,即使在资本市场发达的西方国家,企业并购的成功率也只有 50%。而在我国这样风险较大的资本市场上实施复杂的资本运营战略,显然每一个战略步骤都面临着更大的风险,任何一个环节出现问题都很可能导致整个资本运营的失败。在我国的资本运营实践中,因各种原因失败的例子屡见不鲜。2004 年,中信证券公司要约收购广发证券公司,因为广发证券公司的管理层和全体员工的强烈反对和全体股东采取反收购行动而以失败告终。

同时,资本运营是一种具有创新性的活动,只有创造出有效的新思路、新模式、新方法,才能以最小的成本达到资本最大增值的目标。而创新本身具有很大的不确定性即风险性,因此这种创新性也增加了资本运营的风险性。



(四) 资本运营要求企业具有开放的眼光和胸怀

市场经济是通过计划和市场两种手段实现社会资源合理配置的经济运动形态。市场经济是开放经济,是没有边界的,它反对任何形式的边界封锁、部门分割和非关税贸易壁垒,要求市场对国内开放,也对国外开放。资本运营顺应市场经济的发展潮流,要求企业具有开放的眼光和胸怀。既要充分利用自有的各种资源,又要善于利用资本市场上的各种融资工具、手段以最大限度地取得更多社会资本的支配和使用权,并且超越地域、行业、部门界限,积极参与国内外的市场竞争,根据市场变化,自主调整产品结构和经营战略,通过兼并、收购、重组等方式实现资本的持续扩张和资源的优化配置,达到资本价值增值的目的。同时积极与包括竞争对手在内的国内外的企业进行战略合作,以充分利用各自的资源开发技术,获取高技术含量的产品和市场份额,以控制技术的发展方向,加强企业未来的市场竞争地位,获得更大的资本价值增值。



(五) 人力资本是资本经营的灵魂

在即将全面进入知识经济的新时代和新环境中,人力资本与货币资本将取得同等的地位,资本所有者与经营者之间原有的雇佣与被雇佣的关系,将逐渐被一种平等的契约关系所替代。这是因为在新的社会经济条件下,竞争力是企业生存和发展的基础,而企业的竞争力则是指拥有其他企业所没有的核心技术。显然,核心技术要靠人力资本来创造。

人力资本主要包括两种人:一种是技术创新者,一种是职业经理人。技术创新者创造出高科技含量的核心技术,职业经理人来完成市场开发。企业的货币资本是被动性资本,人力资本则是主动性资本,若没有人力资本的推动货币资本就无法运转,而且只有技术创新者和职业经理人的内在结合,才能推动货币资本的不断增值。

资本运营是一项融科学性和艺术性于一体的、十分复杂的、专业化的系统工程,它要求运作者既要拥有丰富的金融、证券、法律、财务、税务、经营管理等各方面的知识,能够熟练、艺术地运用各种金融工具和管理手段,又要具有企业家的敏锐市场洞察力和善于处理各种复杂事务的能力以及优秀的谈判能力,是一种典型的智力推动型的经营管理活动。它成功的秘诀在于不断地创新,从资本运营的战略规划、运营目标企业的选择、具体运作方案的设计、收购价格的确定、所需资金的筹措到具体交易时机的选择、谈判策略制定乃至交易完成后的组织、财务、人力资源、生产等方面的整合以及如何提高整合后的运行效率,无不具体运作者的高超的智慧和创意。

从三联集团成功重组郑百文到上海一百顺利吸收合并上海华联都是运作者非凡智慧和创意的结晶,而如果在具体资本运营过程中出现了问题甚至是资本运营失败,其主要原因往往是选错了具体的资本运作人。用人的错误是资本运营的最大错误,企业要是缺少有足够能力和才干的人,想进行资本运营便是天方夜谭。人力资本是进行资本运营的智慧源泉。

三、资本运营的经济解释



(一) 外部发展优势论

企业发展通过外部资本运营(主要采取兼并收购方式),比靠内部积累方式不仅速度快,而且效率也高。因为并购形式的资本扩张可以减少投资风险

和成本,投资见效快;可以有效地冲破行业壁垒进入新的行业;资本扩张还可以快速吸取经验,在很多行业中,当企业在生产经营中经验积累越多时,单位成本呈现不断下降的趋势。企业通过并购扩张时,不仅扩充了实力,而且还获得宝贵的经验。



(二) 规模经济论

规模经济是指随着生产和经营规模的扩大而收益不断递增的现象。企业规模经济是指由企业经营规模扩大给企业带来的有利性,具体体现在:(1)规模经济具有明显的协同效应;(2)兼并可以有效解决由于专业化引起的各生产流程的分离,充分利用生产能力;(3)兼并可以节省管理费用等固定费用。



(三) 交易费用论

交易费用这一概念是在科斯分析企业的起源和规模时首先引入提出的。交易费用(也称交易成本)是运用市场价格机制的成本,主要包括搜寻成本和交易中讨价还价的成本。企业的出现和存在正是为了节约市场交易费用,即用费用较低的企业内部交易代替费用较高的市场交易。企业并购引起的企业规模的变动与交易费用的变动有着直接联系,可以说,交易费用的节约,是企业并购的重要原因。



(四) 经营多样化

经营多样化对企业的发展有着极为深远的影响,混合并购是追求多元化经营,即减少企业对现有业务范围的依赖,降低经营的风险成本。若将生产活动与不相关(或最好是与负相关)的收益联系起来,就会减少该公司利润率的波动。

经营多样化可能导致经济效益的改善,由于在技术、市场、研发、人力资源上相互取长补短,出现了增加相关经营种类和产品品种而导致的节约,这又被称作广度经济;经营多样化可以降低风险,实现多元投资的综合效益;经营多样化为企业找到了新的增长空间。