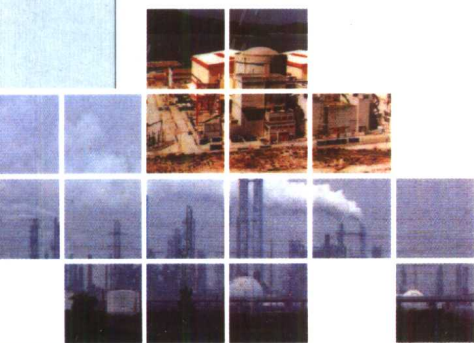


资本运作

模式 案例与分析

罗珉 编著

ZIBEN
YUNZUO
MOSHI ANLI
YU
FENXI

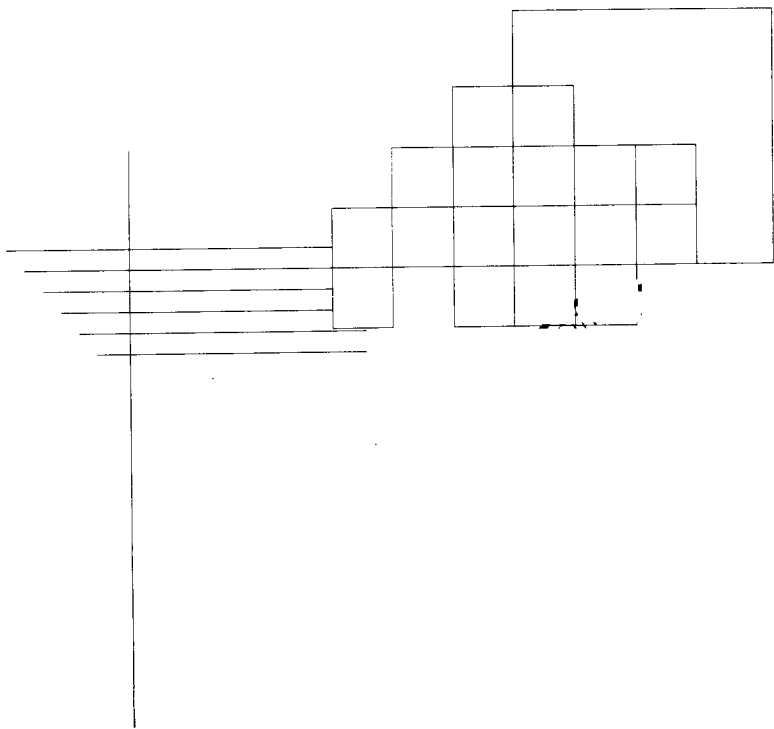


西南财经大学出版社

资本运作 模式 案例与分析

罗珉 编著

ZIBEN
YUNZUO
MOSHI ANLI
YU
FENXI



西南财经大学出版社

责任编辑：谢乐如

封面设计：穆志坚

书 名：资本运作——模式 案例与分析

编 著：罗 珉

出 版 者：西 南 财 经 大 学 出 版 社

(四川省成都市光华村西南财经大学内)

邮政编码:610074 电话:(028) 7353785

排 版：西南财经大学出版社激光照排中心

印 刷：郫县科技书刊印刷厂

发 行：西南财经大学出版社

全 国 新 华 书 店 经 销

开 本：850mm×1168mm 1/32

印 张：15.875

字 数：395 千字

版 次：2001 年 4 月第 1 版

印 次：2001 年 4 月第 1 次印刷

印 数：3000 册

定 价：26.80 元

ISBN 7-81055-781-5/F·638

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

内 容 提 要

本书是融企业资本运作理论与实践于一体，突出现实性、操作性、务实性和实战性的专门研究性著作，主要用于国内高等院校工商管理硕士(MBA)的教学。全书共分10章，分别讨论和介绍资本运作的基本原理、理论和相关的知识，以及企业上市重组，“壳”资源与买“壳”借“壳”上市，企业兼并与收购，股权资本运作、吸收合并，股份回购与可售回股票，可转换公司债券、债务重组，企业破产重组等内容。本书在介绍资本运作的一般理论知识和对各种资本运作模式进行比较分析的基础上，重点分析了在当前我国法律、法规和政策条件下进行资本运作的若干模式选择、方式、方法、操作要点和操作技巧等问题，并对我国企业资本运作的发展和完善方面进行了大胆探索。

前 言

在社会主义市场经济条件下，各类企业（也包括国有企业）如何从事资本运作，始终是工商企业运作中所必须重点加以关注的大问题。这些年来，在理论和实践中，我们肯定了企业是一个自主经营、自负盈亏的商品生产者和经营者，是具有自我约束和自我发展的能力的法人主体和市场竞争主体，可是实际运作起来却还有相当的距离。今天，人们都知道，不仅企业生产的产品是商品，要进入市场，而且企业本身和企业的资产、资本、股权也是商品，也要进入市场。在现代市场经济中，商品的交换已经不完全是物质资料的交换，更重要的是资本、股权等的权利和义务的交换。在这种情况下，就存在着一个如何去经营企业的权利与义务的问题，这就是资本运作问题。有的同志把我国的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”，而企业由生产经营型向资本运作型的转变被称为“第三次跳跃”。事实上，这是最最“惊人的一跳”，需要企业的经理人员对资本运作业务的内涵、内容、方法、模式和运作技巧进行全面地研究和掌握。今天，工商企业不仅是从事商品经营活动（business activities），而且还要从事投资活动（investment activities）和理财活动（financing activities），即资本运作业务的活动，因而，企业收入和财富应包括来自产品经营活动、投资活动和理财活动这三部分的收入和财富。从某种意义上讲，资本运作业务往往带来的是企业财富的集聚膨胀和扩张。

党的十五届四中全会作出了《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》。《决定》指出，从战略上调整国有经

济布局，要同产业结构的优化升级和所有制结构的调整完善结合起来，坚持有进有退，有所为有所不为。目前，国有经济分布过宽，整体素质不高，资源配置不尽合理，必须着力加以解决。国有经济需要控制的行业和领域主要包括：涉及国家安全的行业，自然垄断的行业，提供重要公共产品和服务的行业，以及支柱产业和高新技术产业中的重要骨干企业。国有经济要在关系国民经济命脉的重要行业和关键领域占支配地位，其他行业和领域，可以通过资产重组和结构调整，集中力量，加强重点，提高国有经济的整体素质。

《决定》还提出，要积极探索公有制的多种有效实现形式。国有资本通过股份制可以吸引和组织更多的社会资本，放大国有资本的功能，提高国有经济的控制力、影响力和带动力。国有大中型企业尤其是优势企业，宜于实行股份制的，要通过规范上市、中外合资和企业互相参股等形式，改为股份制企业，发展混合所有制经济，重要的企业由国家控股。继续对国有企业实施战略性改组，充分发挥市场机制作用，着力培育大型企业和企业集团，放开搞活国有中小企业。

上述目标是需要通过资本运作的手段才能够实现的，因而要求我们对资本运作的理论与实践、模式、方法、已有案例和操作技巧进行进一步地研究和创新。

国有企业改革的深化，向企业的经营方式和资本市场提出了新的挑战。目前，国有企业改革面临的迫切问题是：企业过度负债；冗员过多和离退休职工的安置；产权的不明晰；产业结构不合理，重复建设太多，没有形成能与国外跨国公司竞争的超大型企业集团。解决企业的债务问题，需要分析国有企业目前资产与负债的状况。据1996年5月9日《人民日报》公布的国有企业清产核资的统计数据，全国预算内国有企业总资产72 873亿元，负债51 762亿元，负债率为71%。要降低企业过高的负债率就要

向企业注入资本 7000 多亿元。这就需要通过资本证券市场，把个人储蓄转化为股权、可转换公司债券等形式注入企业来补上这个缺口。不过，企业过高负债的问题是不能单纯的靠增加资本注入来解决的，这样只能改善企业短期资产结构，并不能长远地解决国有企业的亏损问题。应该在注入增量资本的同时，进行企业制度的创新，促使国有企业转变经营机制，提高经济效益，盘活企业现有的存量资产。所有这些都有赖于运用资本运作的手段，发挥资本市场优化资源配置、促进企业产权转换和重组的功能，对国有企业进行必要的重组，包括产权结构、企业组织结构和产业结构的重组，这可以在一定程度上深化国有企业的改革。

企业的发展战略主要有两类，一是内部积累型发展战略，一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(integration)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(life cycle)。具体的实施方式包括扩大企业生产经营规模，营销手段的创新，控制成本，开发新产品，技术改造和提高经营管理水平等。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。

一般来说,企业的资本运作包括多个方面的基本内容,企业在不同的发展时期所表现出来的侧重点也有所不同。当前,我国企业资本运作的突出问题有以下几个方面:

1. 企业的公司化改造

国有企业的公司化是国有企业进行资本运作的国有资本形成过程,与此同时,民营企业也面临着资产的股权化和资本化的过程。这主要包括:①对原有企业进行清盘,界定作为企业公司化的资产范围(包括有形资产和无形资产);②对上述范围的资产进行资产评估后,确定以货币计量的资产数量;③股本形成(通过对资产的折算)和股权界定;④按照《公司法》对设立股份有限公司、有限责任公司(含国有独资公司)的要求设立(包括发起设立和募集设立)公司。这些工作的最终结果是使企业资产实现证券化、股份化,有利于企业更好地进行股权资本运作。

2. 在资本市场上筹集资金

企业在资本市场上通过股权融资和债权融资方式筹集资金。具体来说包括以下几个方面:发行 A 股;发行 B 股;发行 H 股和 N 股等境外股票;上市公司配股;发行可转换债券;发行公司债券。所有的这些筹资方式所涉及的企业上市重组,都需要专业人士细致周密地策划才能最有效地实施;同时从目前的实际情况来看,股权融资和债权融资又是政府行为中政策性较强的行为。

3. 以兼并与收购为主要形式的企业重组

与企业产品生产经营和资本运作相适应,企业重组的资本运作业务的主要形式有:①兼并与收购;②股权投资与购买(非兼并与收购投入);③以开展资本运作为目的的集团公司和子公司的建立。其中,兼并与收购是企业重组的主要形式和手段。

4. 股权的资本运作和股权增值

以股权的权利和利益相对应为运行基础的控股公司(holding

company)是企业控股经营的基本构架,通过对股权资本运作或资产置换,对股权进行分拆或者整合,或以此为基础进行吸收合并、股份回购、发行新股、股权套作等,以进一步募股筹集资金,实现资本的保值增值。

5. 企业的破产重组

破产是企业资本运作的最后手段,破产可以为企业摆脱债务负担,使死的资产转化为活的资源,最终为实现社会资源的重新优化配置创造条件。

江总书记在“十五”大报告中指出:“对国有企业实施战略性改组。以资本为纽带,通过市场形成具有较强竞争力的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团。”“要从战略上调整国民经济布局”。除关系国民经济命脉的重要行业以外的其他领域,可以通过资产重组和结构调整,以加强重点,提高国有资产的整体质量。重组国有资产和组建大企业集团对盘活国有存量资产,产业结构的战略调整和建立社会主义市场经济体制都具有极为重要的意义。而具体到一个企业,通过搞兼并和收购等资本运作的手段有以下好处:

(1)有助于企业迅速实现企业的规模经济效益,增强资本扩张的能力。企业通过资产重组和并购使自身的绝对规模和相对规模得到扩大,使企业拥有更大的能力来控制成本、价格、资金的来源和引导顾客的购买行为,更容易获得政府的支持,从而形成更加有利的竞争地位。并且企业在扩大规模的同时,可以改善企业生产中各环节的衔接,从而降低成本,提高生产效率。另外,企业规模的扩大也必然提高企业开发新产品、新技术的能力以及适应市场突变的能力。

(2)资产兼并与收购等资本运作手段的实施,有助于降低企业对新企业、新市场的进入成本,迅速增值其可支配资本。企业进入一个新的行业经营领域或一个新的产品市场将面临着许多方

面的障碍，和来自行业内既有企业的排斥。要解决这些问题需要投入一定的资金和时间。若企业通过投资新建方式进入新的产品市场，还将增加该产品的生产能力，从而有可能打破供求平衡而引发价格战。而企业通过收购兼并进入市场就可使上述障碍降至很低，同时还可在短时间内保持行业或市场内部的竞争结构不变，使企业在进入新行业或新市场的初期引起价格战或招致报复的可能性大大减少。

(3)资产收购兼并等资本运作手段的实施，有助于迅速扩大市场份额，形成更加有力的竞争优势。特别对于股份制企业，可以通过控制其部分股权而达到收购的目的。这样不仅通过较少的资金控制了较大的资本，还可使用新增的被控资本去收购兼并新的企业。这种连锁的收购兼并的实施可以非常迅速地扩大市场份额，同时在短期内并不影响市场的供求关系。

从以上三点可以看出，收购与兼并等资本运作手段是企业非常重要的一种发展战略方式——外部交易型发展战略。在国外，这种外部交易型发展战略已是普遍应用的企业发展战略。美国至今已掀起了五次收购兼并的浪潮，1996、1997年，美国的大型跨国集团之间的合并重组与收购达到历史最高潮。我们熟悉的美国波音与麦道的吸收合并的企业发展战略就是企业外部交易型发展战略的典范，它向人们展示了资本运作的巨大魅力。

资本运作对企业高速发展的重大作用正日益被我国企业的高层经营管理者认识，企业间的兼并与收购行为将会越来越频繁，各个企业对有关资产并购的专业服务的需求也将越来越大。根据“十五大”关于国有企业改革的战略部署，国有企业在深化改革的过程中，会更加注重通过资本运作的方式、方法、手段和资本市场来寻求企业的重组和扩张，把资本运作放在越来越突出的地位。

企业资本运作业务的模式和案例分析，既不是一种纯粹的理

论研究，也不是一种简单的工作总结。就本书的基本思路而言，遵循的是“历史与现实、宏观与微观、理论与实践”的逻辑顺序，这种思路和逻辑体现在以下四个方面：

一是全面把握我国企业资本运作的产生与发展以及已有的理论成果。只有掌握大量的实际情况，保证个案的分析不脱离实际；只有总结已有的理论成果，才能高屋建瓴地深入分析问题。否则，失之毫厘，就会谬以千里。从某种意义上讲，本书是对我国理论工作者和实际操作者们从事资本运作的体会和贡献的一次总结。

二是深入剖析典型的个案，全面把握面上的情况，从而有利于总揽其发展的一般趋势，更有助于形成独特的见解。而且，深入的个案剖析，还可使对问题的分析更具有针对性、现实性，不致因分析的面面俱到而使重要的问题流于肤浅和泛泛而论。

三是比较综合的研究方法必不可少。既然我国企业资本运作是企业制度的创新与企业资本经营的结合，那么它们之间的广泛比较和综合就是十分必要的。在个案剖析中，这种比较和综合体现于每一部分，它为理论探讨提供有力的实证支撑，从而使本书具有丰富多彩案例的实证特色。

四是归纳和总结并上升到理论。在深入地分析了案例后，必须进行归纳和总结，再上升到理论，才能使研究成果具有对实践的指导作用和现实意义。

本书作者从 90 年代初就开始了查阅有关文献资料，追踪、熟悉和了解国内外企业从事资本运作的经验和教训，以及国家有关法律、法规和政策及其变化情况；并实际进行了大量的实地调查和直接操作，参与和策划了多家国有企业和民营企业的资本结构的设计、上市重组、买“壳”借“壳”上市、资产重组、企业转制、企业并购、企业托管、企业租赁、企业破产、资本运作方案设计、资产剥离、资产评估和资产处置等工作；与各类企业的

高层管理者和从事投资银行业务的实际操作者进行了多次座谈，了解我国企业从事资本运作的历史、操作过程、方法和手段等情况，收集整理企业实际操作的大量的相关资料和作者本人从事资本运作的操作笔记。在此基础上，从2000年10月开始了对本书的编写。全书共分十章：第一章概论；第二章企业上市重组；第三章“壳”资源与买(借)“壳”上市；第四章兼并与收购；第五章股权资本运作；第六章吸收合并；第七章股份回购与可售回股票；第八章可转换公司债券；第九章债务重组；第十章破产重组。这十章构成了企业资本运作的一个完整体系。

本书选用的案例材料是作者根据实际经济生活中发生的情况和各种公开发表的报道来编写的，这些案例已用于许多高等院校工商管理硕士(MBA)教育之中。其中，部分案例直接采用公开的资料来改编的，个别案例是作者亲身经历和具体操作的，有的案例是作者指导的研究生具体参与和操作的，因而有着强烈的现实性和真实性。

本书在编写过程中，力图保持以下一些特点：

(1)注重反映我国现实经济生活中和商务实战中的真实情况，因而每一个案例均是现实生活的真实反映，并不含有作者的任何主观意愿。

(2)注重密切结合我国实际，同时结合国际惯例，探讨了未来。因为现实存在的不一定都是合理的，但又不能脱离现实。资本运作的推行在我国还刚刚开始，可以说是新生事物。而新生事物总是从不完善到完善，从不健全到健全，这是一个过程。我们需要反映这一过程，这是本书编写的目的之一。

(3)注重示范性和可操作性。资本运作的逐步推行，使我们得到了一批成功的经验和失败的教训，本书列出的案例集中反映了这些典型材料，这正是我们要借鉴和学习的重要基础；同时，我们还大量吸收了我国理论界和实际操作者已有的理论和实战的

研究成果,并进行了演化和进一步地探索,力图使资本运作的有关理论和实战操作更具有超前性、针对性、操作性和实战性。

(4)资本运作的模式多种多样,本书中的案例力图对每一种典型模式都加以反映,使读者通过对资本运作的典型模式、案例和分析方法的学习和研究,能对资本运作的全貌有一个较为充分了解。

(5)资本运作涉及的先行理论知识、技能和方法较多,因而要求读者学习《公司理财》、《经济法》、《企业经营战略》、《管理学》、《市场营销》、《会计学》等相关的理论知识,并在实际操作中进行综合运用和检验,从而提高实际运用能力和水平。

我的老师,著名金融理论研究大师,西南财经大学金融研究所所长、博士研究生导师曾康霖教授对本书的写作从理论高度上给予了全面的规划和设计,并对资本运作金融创新工具的运用从理论上给予了我许多有益的指导。我的另一位老师,著名经济改革与发展理论研究大师,西南财经大学工业经济研究所所长、博士生导师赵国良教授对本书的写作给予了充分的肯定和许多具体的指导,对本书的立意高度、所涉及的内容和谋篇布局都提出了不少宝贵的意见和建议。多年来,赵国良教授、曾康霖教授对我孜孜不倦地悉心指导,指点迷津,使我获益非浅,是本书写作得以成功的基础。正是由于这两位大师的热情鼓励和诲人不倦的教导,才使本书的写作更加顺利和圆满。可以说,本书的每一个部分都闪烁着这两位大师睿智的光辉。在本书的写作过程中,还有不少的同志参与了本书内容的讨论和部分章节、案例分析的写作。他们是贵州证券公司研究与发展中心徐克非同志(参与第二章部分内容的写作)、深圳南油集团公司战略研究室赵锴同志(参与第三章部分内容的写作)、四川省行政与财税干部管理学院吴斌同志(参与第五章部分内容的写作)、中川国际股份有限公司汪京燕同志(参与第六章部分内容的写作)、成都市青羊

区人民政府向武同志(参与第八章部分内容的写作)、联合证券公司张珉同志(参与第九章部分内容的写作)。正是这些同志的加盟使本书增色不少。

由于时间较紧,加上我们的知识水平和掌握的资料有限,要想实现我们的“融理论与实践于一体,突出可操作性与务实性”的编著初衷有较大的困难,因而本书所阐述的内容、观点、模式、案例和分析,难免有不尽人意甚至是错误之处,望读者不吝赐教。

罗 珉

2000 年 11 月于成都光华园

目 录

第一章 概 论	(1)
一、资本运作概述.....	(2)
二、企业资本运作的原因探索	(11)
三、资本运作的误区	(17)
第二章 企业上市重组	(31)
一、企业上市重组概述	(32)
二、企业上市重组一般模式的设计	(36)
三、企业上市重组模式设计的决定因素	(38)
四、上市重组的制约条件和控制指标	(41)
五、企业上市重组模式	(44)
六、选择合适上市重组模式	(58)
七、企业上市资产重组的内容和操作要点	(59)
八、现有企业改制为股份公司的操作程序	(75)
九、企业上市重组与企业整合	(83)
企业上市重组案例及分析	(86)
第三章 “壳”资源与买(借)“壳”上市	(103)
一、上市公司“壳”资源的价值.....	(104)
二、上市公司“壳”资源的利用模式.....	(108)
三、企业重组与买“壳”上市.....	(115)
四、为什么要买“壳”上市.....	(120)
五、如何选择目标“壳”公司.....	(123)

六、买“壳”上市模式的设计	(128)
案例一 买“壳”上市案例及分析	(136)
案例二 委托书收购案例及分析	(157)
 第四章 兼并与收购	(164)
一、企业兼并与收购的法律涵义	(165)
二、我国企业兼并与收购的产生和发展	(169)
三、我国企业兼并与收购的特点	(170)
四、我国企业兼并与收购的意义	(171)
五、企业兼并与收购的重点	(174)
六、兼并与收购的类型	(183)
七、兼并与收购模式的设计	(185)
八、兼并与收购的操作和程序	(190)
九、并购操作时要注意的问题	(196)
十、兼并与收购的组织安排	(203)
案例一 企业兼并与收购案例及分析	(206)
案例二 兼并与收购后的整合案例及分析	(225)
 第五章 股权资本运作	(234)
一、股权资本运作概述	(234)
二、为什么要进行股权资本运作	(237)
三、上市公司股权运作的现状及主要特征	(242)
四、上市公司股权资本运作模式	(246)
五、股权资本运作创新的问题与对策	(261)
股权资本运作案例及分析	(273)
 第六章 吸收合并	(281)
一、吸收合并的特征	(281)

二、公司吸收合并的形式	(284)
三、我国公司制企业进行吸收合并的必要性	(288)
四、公司吸收合并过程中的有关法律事务问题	(293)
五、吸收合并中的重大问题	(298)
六、吸收合并之后的整合	(311)
吸收合并案例及分析	(319)
 第七章 股份回购与可售回股票	(333)
一、股份回购的原则及法律政策环境	(333)
二、股份回购的方式	(338)
三、股票回购的作用	(341)
四、股份定向回购对上市公司的影响	(344)
五、股份回购的定价模型	(349)
六、可售回股票	(351)
股份回购案例及分析	(358)
 第八章 可转换公司债券	(366)
一、可转换公司债券概述	(366)
二、我国的金融环境与可转换公司债券	(371)
三、可转换公司债券的原理及其选择	(377)
四、可转换公司债券设计探索	(380)
五、可转换公司债券价值分析方法及理论模型	(385)
六、可转换公司债券的风险及其控制	(393)
七、上市公司与可转换公司债券发行	(395)
八、可交换股票的可转换公司债券与国有资产 战略性重组	(398)