

014033541

F832.5
188

斑斓资本

——从业札记：见证中国资本市场变迁

方志国 编著



企业管理出版社



北航

C1721574

F-832.5
188

图书在版编目 (CIP) 数据

斑斓资本：从业札记：见证中国资本市场变迁/方国志著. —北京：企业管理出版社，2014. 2

ISBN 978 - 7 - 5164 - 0694 - 6

I. ①斑… II. ①方… III. ①资本市场 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 018886 号

书 名：斑斓资本——从业札记：见证中国资本市场变迁

作 者：方国志 著

责任编辑：王秋菊

本书策划：闫书会

书 号：ISBN 978 - 7 - 5164 - 0694 - 6

出版发行：企业管理出版社

地 址：北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编：100048

网 址：<http://www.emph.cn>

电 话：总编室 (010) 68701719 发行部 (010) 68414644

编辑部 (010) 68416775

电子信箱：80147@sina.com zbs@emph.cn

印 刷：北京中新伟业印刷有限公司

经 销：新华书店

规 格：170×240mm 16 开本 19.75 印张 223 169 千字

版 次：2014 年 2 月第 1 版 2014 年 2 月第 1 次印刷

定 价：44.00 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

作者简介

方志国 男，湖北大悟人，华南师范大学经济学硕士，现任上海嘉石投资有限公司副总经理。曾供职于咨询公司、上市公司投资部、私募股权基金等机构。从业以来，主持或参与过企业战略规划、改制、重组、收购兼并、私募股权投资、定向增发、信托收益权投资、上市公司股权信托质押融资等业务，涵盖了企业资本运作的大部分领域与环节，在资本运作领域积累了丰富的业务经验，对资本市场与投资具有深刻见解。

序

张赛美

今天的中国经济正面临着转型的艰巨任务，经过三十年高速增长，在取得辉煌成就的同时，中国经济中一系列结构性矛盾开始凸显，急需解决，造成这种现象的一个重要原因是，要素市场未能充分发挥在资源配置中的基础性作用，深层次原因在于金融体系改革和资本市场建设滞后。要实现中国经济的成功转型，就必须实现经济增长方式的彻底转变，就必须深化资本市场的改革与创新。

中国资本市场已走过了二十个年头，作为全球最大的新兴市场，中国资本市场已成为世界市场经济体系的重要组成部分，不断成长壮大。我国经济领域中绝大多数国有骨干企业都已上市，且行业布局多元化；资本市场规模稳步扩大，引导了企业制度变革，为发现和重估中国企业的价值提供了可能，并促进了公司治理的根本性改善。伴随着主板市场、中小企业板、创业板、代办股份转让系统的协同推进，生产要素和社会资源不断向优质创新型企业聚集，推动了创新型国家战略的实施。

资本市场是中国经济结构转型成功的关键因素。金融危机证明，中国经济粗放型的增长将难以为继，转型和升级是必然趋势。金融危机过后，中国经济必须通过转型来保持其持续健康发展，加快转变经济发展方式，创新体制机制、加大自主创新，而这一切都将有赖于资本市场的





健康发展。资本市场不仅要实现为企业特别是国企解困的功能，更要强化支持科技创新与模式创新的功能，只有借助资本市场，深化产业创新与金融合作，创新科技资源与资本市场良性互动的有效模式，才能进一步推动我国自主创新企业和战略性新兴产业的发展。

总体来讲，我国资本市场尽管取得了令人瞩目的成就，但目前仍处在初级阶段，成长过程中也伴随着一些问题，比如资本市场的整体规模有待扩大、结构有待完善；市场机制有待进一步健全，市场效率有待进一步提高；内部治理和外部约束机制有待完善；法律环境、市场诚信、监管都有待改进等等。促进资本市场稳步健康发展的出路就在于改革和创新，我们要在有效控制风险的前提下发展资本市场是确保资本市场健康稳定发展的前提条件，同时加强市场体系建设，建设多层次资本市场体系，增强资本市场服务国民经济的能力。资本市场必须逐渐向所有企业打开上市之门，坚持用市场的办法，鼓励和支持资产质量优良、治理结构完善的企业上市融资。当前产业资本不足、金融资本过剩的矛盾非常突出，大量中小企业资金链紧张，特别是创新型科技型企业融资困难，而巨量金融资本闲置，只有通过健全资本市场的资源分配功能，发挥资本市场在经济结构调整和发展方式转变中的重要作用，才能为成功推动经济转型注入活力。

十八届三中全会以后，资本市场改革进入了一个新的阶段。全会提出的“紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用”的重大理论观点，是经济体制改革的又一次理论创新和突破。全会还明确提出，要推进股票发行注册制改革，股票发行注册制改革是资本市场牵一发而动全身的改革，需要有步骤地推进。为响应三中全会精神，国务院证监会相继发



布了关于开展优先股试点的指导意见、关于进一步推进新股发行体制改革的意见、关于上市公司现金分红的意见、关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知等重要政策文件，以 IPO 改革为核心的资本市场几大重要变革举措的推出，标志着中央政策层面在三中全会后拉开资本市场新一轮市场化改革的大幕，它将有助于构建起更加健康、更有资源配置效率和价值发现功能的资本市场体系。

随着中国经济战略性转型，中国企业转型也面临着历史性机遇，面对经济结构转型之痛，企业资本运作是其转型与再发展的新的驱动力。在新的经济形势下，特别是在新一轮资本市场改革的引导下，企业的资本运作必将呈现更为绚丽的篇章，包括改制、并购、重组、优化、投资等资本运作模式将为企业转型乃至经济结构的转型提供新的引擎与驱动力。

当前，为了迎接这个机遇与挑战，从微观企业层面来讲，首先就需要进一步优化企业资本结构。企业资本运作成本高，资本结构不合理，势必不利于企业的生存与发展，控制资本成本，优化企业资本结构，才能实现资本最大化的价值增值。而要优化企业资本结构，必须以市场变化为依据，及时调整权益型融资和债务型融资的比重，利用财务杠杆来平衡融资成本与资本效益。其次要有明确资本运营规划。所有资本的运营目标都是追求利润或价值的最大化，使资本的所有者获得最大的增值空间。企业应在长期发展的战略指导下，实施资本运营的总体规划，确定资本运营的目标，制定企业生产经营中长期发展规划，有的放矢地确定资本运营的手段方式，使股份化改造、兼并收购、合资嫁接、联合协作等资本运作方式围绕着一个明确的目标进行，通过资本运营资产优化

与配置赢得市场竞争优势，为企业发展注入新的增长极与利润点，从而实现在经济转型大潮下的企业的转型与发展。

方志国先生的这部文集既有研究宏观经济理论问题，也有当时的资本市场与投资的热点议题，还有不少是其亲历的项目操作案例，这些跨度近十年的札记从一个金融投资者个体的角度却记录了资本市场与企业资本运作的某些历史印迹，从一个侧面反映了 21 世纪初资本市场上升期与转型期所呈现的部分发展脉络，值得读者参考与思索。

2014 年元月

(作者为海通开元投资有限公司董事长)



前 言

进入 21 世纪以来的这十来年可谓是中国 经济新一轮高速发展与转型调整的重要时期，同时也是中国资本市场呈现出最为斑斓多姿的一个时期。本书的内容主要来源于我这一时期断断续续的一些创作，回首翻阅之后，却发现在不经意中从一个侧面记录了中国资本市场十年的变迁，这些创作与内容按时间顺序记录了时代的脉搏，打下了深深的时代烙印。比如本书中涉及到的部分内容：2005 年的 REITs，2006 年政府引导基金，2007 年以后的 PE 投资，以及这一时期的企业改制重组、再到 2013 年的场外市场建设特别是新三板建设与私募投资退出，都是当年的热点与主题，反映了历史发展的一个脉络，是一个时代的缩影。

本书从材料来源看，有我曾经在财经杂志上发表的一些文章，有业务理论的探讨文章，还有一些是与工作业务相关的实务分析报告。从内容性质上看，涉及到了经济思想、企业战略、改制重组、私募投资、上市、股权基金等等方面，覆盖了企业资本运作的大部分领域。

中国经济自改革开放以来三十多年的高速发展，走完了西方发达国家几百年所走过的路程，而只有二十余年发展历史的中国资本市场在伴随中国经济高速发展的阶段更是呈现出了异常纷繁与夺目的历程，特别是进入 21 世纪初的这十年，伴随着资本市场的高速发展，从宏观到微





观的资本运作也呈现出斑斓色彩。资本运作是以利润最大化和资本增值为目的，以价值管理为特征，将各类资本，不断地与其他企业、部门的资本进行流动与重组，实现生产要素的优化配置和产业结构的动态重组，极大的提高资产效率，为企业的开发式、跨越式发展乃至宏观经济的增长注入驱动活力。21 世纪初的这十年包括改制、重组、上市、收购兼并等资本运作的形式与总量远远超过了以前的同期可比年份，成为这一时期资本市场上最醒目的一道风景。

中国资本市场近二十年的发展其速度之快，无以复加，但积累的问题也与成绩一样多。“慎终追远”，资本市场面临着新一轮的改革，资本市场体系建设必须长远规划，需要基础定位，需要战略立意，而不是中途修修补补，在这一框架立意指引下，再进行新一轮的改革，包括发行制度、退市制度、多层次资本市场体系建设等，才能做到整体把握，避免挂一漏万。

起起落落到变革到再发展可以说是资本运作及资本市场发展的一个客观规律，以私募股权投资为例：2005 年股权分置改革以后，资本市场进入了全流通时期，具有划时代意义，随后迎来了私募股权投资发展高峰期，经过几年的高速发展，这两年又有些落寞，受行情下挫及 IPO 退出不通畅的影响较大，但这一形势又催生了并购、场外市场、股权转让等多渠道退出机制的蓬勃发展。“起——落——变革——再发展”可以说是资本市场及其运行的一个大势，孟子说：“虽有智慧，不如乘势，虽有磁基，不如待时。”资本潮流，滚滚而来，资本运作与资本市场的改革需要借助大势，乘势而为，以创新的运作模式与机制迎接时代赋予的新的挑战。

最后，我要感谢新湖控股的魏学英女士，是在她的一再提议下我有了整理成集的想法，还要特别感谢上海嘉石投资公司林祥青先生，他在我整理与编辑过程中给予了很大的支持与关心。由于认识能力有限及时间仓促，难免有不足与疏漏之处，敬请批评指正。

方志国

2013年12月于上海寓所



目

录



战略定位明确——格兰仕成功的奥秘 / 1



实施战略规划 推进区域合作——论泛珠三角 / 11



凡勃伦与马克思制度经济学思想比较 / 19



投资中国——十一五期间投资机会分析报告 / 27



生命周期消费理论与人口结构分析 / 77



并购·整合·成长——一个跨国小企业的中国故事

/ 85



成长：思维革新之路——从同洲电子看技术创始人
与企业发展 / 97



换一只眼看越秀 REITs / 111



成长：思维革新之路——博瑞传播的资本运作模式
资产置换财技分析 / 123



以色列政府坐庄，玩转创业投资 / 131



关于产业基金管理公司报酬机制的建议 / 145



某药业有限公司整体改制方案（摘要版） / 155



某公司海外分拆上市初步分析 / 187



A 公司物流商业模式建议 / 207



M 公司财务尽职调查及简析 / 215



关于参与浪莎股份增发的报告 / 241



浙江 P 石化投资建议书（简版） / 249



D 公司风污染治理项目投资立项报告（摘录版）

/ 269



某重组项目信托投资方案 / 281



场外市场与私募股权投资退出摘要 / 289



战略定位明确

——格兰仕成功的奥秘

格兰仕持续的“价格战”形成了双重效应：其一，通过降价，减少竞争者。正是通过一次又一次的大降价，使竞争对手一批又一批地出局。其二，通过降价，阻止进入者。由于格兰仕已经将微波炉的成本和利润都降到很低，任何一个跨国公司，要把微波炉的成本降到格兰仕之下，是相当困难的。即使成本能达到格兰仕的水平，但由于格兰仕已经拥有70%的国内市场占有率，如果把生产能力做到与格兰仕相当（为了使成本与格兰仕相当，其规模也不得不与格兰仕相当），仅两家的生产能力就会超过市场需求的40%，结果，必然两败俱伤。这就是格兰仕“价格战”所产生的效应。



在中国，格兰仕是一家比较成功的企业，用短短几年时间就铸造了全球最大的“微波炉王国”的不朽神话，创造了一个全球品牌，令世人震惊。在中国也许找不出第二个像微波炉这样品牌高度集中、甚至可以说是进入了“寡头垄断”的行业：在这个行业第一军团格兰仕一下占去市场份额的60%左右，第二军团LG占去25%左右，而排第三、第四的松下和三星都只有5%左右。2003年格兰仕集团销售首次突破百亿大关，格兰仕空调出口超过海尔，已从中国入出口四强，跨入出口二强，不得不令人刮目相看。在国内众多家电企业风光不再，格兰仕却是这边风光独好，其奥妙何在？分析格兰仕所走过的道路，主要表现在对自己定位明确，采取了合适的发展战略，例如先做专再做多、低成本扩张、相关领域多元化等。正是这种发展战略，使格兰仕走到今天，并向国际化经营迈进。

国际著名战略学家波特认为在通常的情况下，企业可以采取三种基本战略，为公司长期发展建立进退有序的地位，从而在产业中胜过对手。这三种战略分别是总成本领先战略、差别化战略、目标集聚战略。一般根据企业生命周期，企业在不同阶段为了需要会采取不同的战略。格兰仕一开始就对市场和自己定位准确，成功地运用了这些战略，为其发展一步步打下了坚实的基础。

战略之一：打造核心竞争力——先做专，再做多

核心竞争力是企业立于不败之地的法宝。格兰仕在成长时期的总体战略是以集中一点为核心的，即将原有行业的经营资源大规模地转移到