

第十章 案例分析

资本运作

资本运作又称资本经营、消费投资、连锁销售、亮点经济、离岸经济等，是中国大陆企业界创造的概念。它指利用市场法则，通过资本本身的技巧性运作或资本的科学运动，实现价值增值、效益增长的一种经营方式。简言之就是利用资本市场，以小变大、以无生有的诀窍和手段，通过买卖企业和资产而赚钱的经营活动。

获得生存的权力

在商业领域，只有强者才能生存下来，弱者会被淘汰；大的、反应快的能继续运转，小的、反应慢的就会落在后面。——杰克·韦尔奇

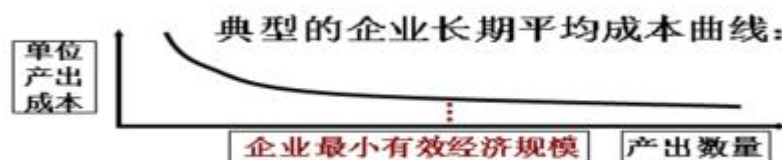
案例：欧洲小规模汽车生产商难逃被兼并的厄运

90 年代，新车型的研究开发费用非常高昂，动辄高达数十亿美元。小规模欧洲汽车生产商根本无力承受产品升级所带来的巨额费用，因而纷纷被大型汽车厂商兼并，例如：

- 西班牙的西特（*Seat*）被大众兼并；
- 瑞典的绅宝（*Saab*）被通用兼并；
- 捷克的斯柯达（*Skoda*）被大众兼并；
- 英国的陆虎（*Rover*）被宝马兼并；
- 英国的美洲虎（*Jaguar*）被福特兼并；
- 英国的劳斯莱斯（*Rolls Royce*）被大众兼并；
- 德国的欧宝（*Opel*）被通用兼并
- …….

为什么只有大企业能够生存？

- 规模经济效益主要来源于以下三种途径：
- 在很多情况下产出的增加不要求增加同比例的投入；
- 某些投入具有不可分的特性，如：广告费用、研究开发费用等…
- 只有当生产达到一定的规模才能满足某些对专业化的需要。



结论：只有大规模的企业才有可能形成具有竞争力的产品价格，承担在技术开发、产品升级和市场拓展方面的巨额费用支出，同时，在更加专业化分工的基础上大大提高生产效率和生产水平



结论：大企

业通常拥有对供应方与买方更强的控制与侃价能力，能够以较低的价格和更高的效率获得生产资源和销售产品；由于财力相对充足，通过大规模研发投入和技术收购，能够保持产品和技术的领先；并且，可以通过价格大战迫使市场原有竞争者退出并遏制潜在入侵者的进入，从而改善产业结构，提高赢利能力。

“麦道”够不够大？

1996 年 12 月 15 日，世界最大的航空制造公司 - 美国波音（Boeing）兼并美国麦道（McDonnell Douglas），交易金额为 133 亿美元。

兼并前，麦道是世界第三大航空制造公司，占据近 20% 的世界市场份额。1994 年，麦道资产 122 亿美元，雇员 65760 人，销售额达 132 亿美元。1996 年，麦道赢得 110 架民

用飞机订货，1-9 月民用客机实现销售 19 亿美元，利润 9000 万美元。同时，麦道 70% 的利

润来自军用飞机。仅与美国海军 1000 架改进型 FA-18 战斗机的一项订货就要今后 20 年才能完成。

然而，96 年年底，这样一家历史悠久、实力强大的盈利公司却不得不承认“作为一家独立的公司已经无法继续生存”，其原因是规模太小、产品系列过窄。

实现持续的增长

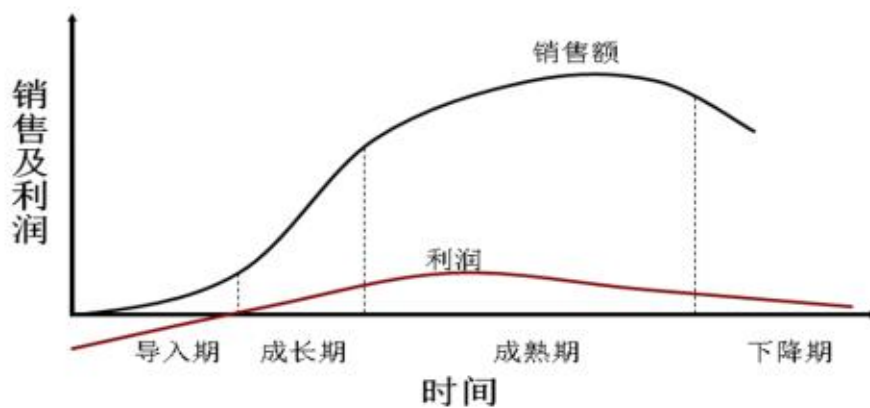
增长是企业崇高的追求，能够为股东持续不断地创造价值。然而，能够有一年超过全行业增长水平而又连续 10 年保持超值的，在美国的 10 家公司中也只有一

家。自 1896 年道·琼斯工商业平均指数创立至今，只有通用电器一家公司还被

列入这个声望卓著的股市衡量指标中。 — McKinsey & Company, Inc.

为什么不是所有企业都能持续增长？

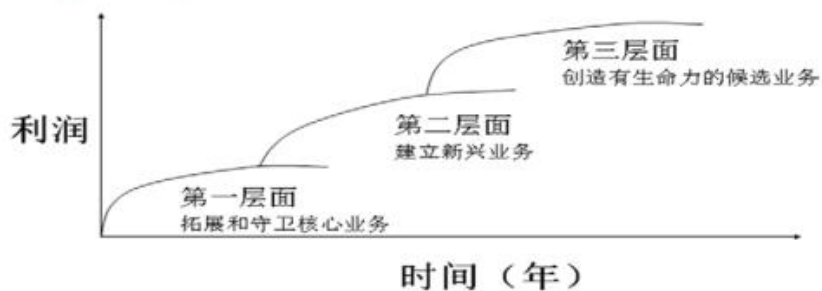
产品生命周期理论：



结论：没有持续增长的产品和业务。

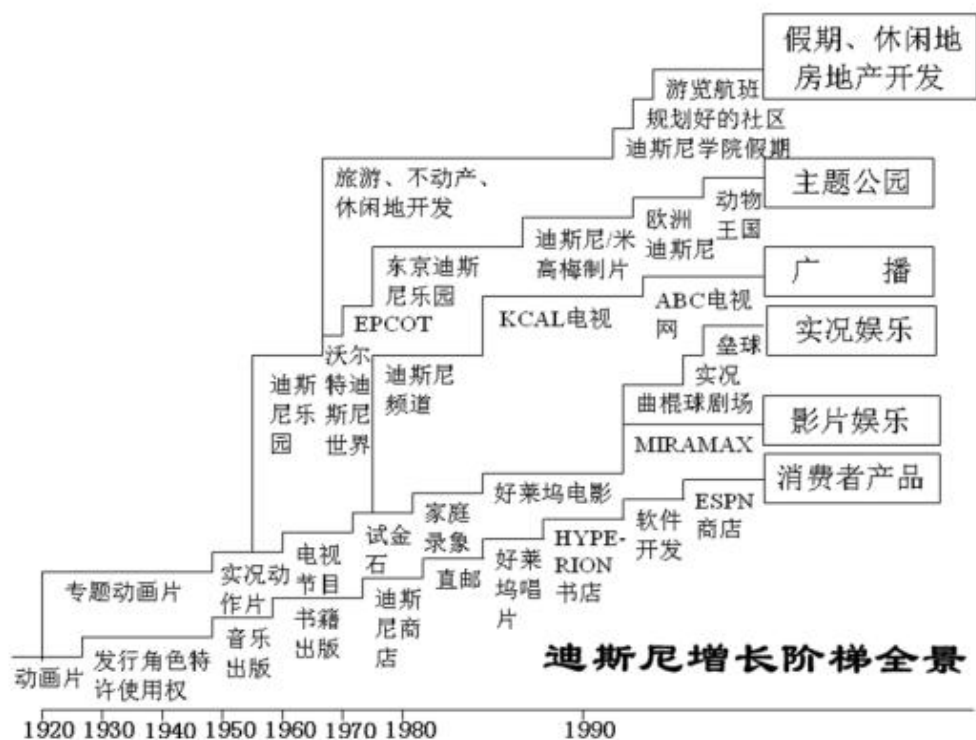
如何启动增长的阶梯？

麦肯锡三层面论：



结论：成功的企业比它的单项业务寿命更长，不会由于原有的核心业务渐渐成熟至老化而衰落，恰恰相反，原有业务的辉煌转化成为企业在资本市场的号召力和对资金的聚合能力，通过有效的资本运营使企业能够源源不断地为新兴业务的成长注入大量资金，而正是新业务所带来的利润使企业保持持续增长。

案例：沃尔特 • 迪斯尼公司的持续增长



一、美国五次企业兼并浪潮

	时间	五次兼并浪潮	特征	典型案例
第一次	19 世纪末 20 世纪初	产业扩张与银行资本冲击	横向兼并	摩根财团整合美国钢铁工业
第二次	20 世纪 20 年代	产业升级与股市资本流动	纵向兼并	通用汽车公司的纵向一体化
第三次	20 世纪 50-60 年代	产业延伸与多种资本转换	混合兼并	美国 ITT 公司的企业多元化
第四次	20 世纪 70-80 年代	产业转移与不同资本转换	多种方式	美国 GE 公司的企业归核化
第五次	1994 年至今	产业整合与跨国资本融合	强强联合	大通曼哈顿银行收购 J.P. 摩根

案例：摩根财团整合美国钢铁工业

1898 年，美西战争爆发，由于铁路、军火工业发展的需要，美国钢铁需求量猛增。“华尔街大佬”——摩根意识到美国已步入需要大量钢铁的时代，而当时几百家钢厂的分散经营和无序竞争不仅造成巨大的资源浪费、不利于提高生产效率和降低成本，而且极大地损害了生产厂商的利润水平，因此，谋求钢铁行业利益的最佳途径就是通过大规模的并购改变产业结构和提高行业利润率。

同年，摩根控股伊利钢铁公司和明尼苏达钢铁公司，并进一步收购美国中西部的一系列中小型钢厂，成立了联邦钢铁公司。进而，摩根凭借其雄厚的资金实力和对经济部门强大的

渗透力最终迫使美国钢铁大王卡内基同意与联邦钢铁公司合并，以 1 美元卡内基钢铁公司的

股票兑换 1.5 美元具有黄金保障的新公司债券。1901 年 3 月 3 日，摩根声明凡联邦钢铁公

司、全国钢铁公司、全国钢管公司、美国钢铁和金属线公司、美国马口铁公司、美国钢箍公司以及美国钢板公司所公开发行并出售的证券都将归新成立的美国钢铁公司所有，新公司将以换股的形式对上述公司的股东施以重偿。这样，摩根成功地收购了全美 3/5 的钢铁企业，组建了美国钢铁公司（U.S. Steel Company）。

1901 年，美国钢铁公司的产量占美国市场的 95%。摩根以强大的银行资本为依托实现了对美

国钢铁工业的整合，彻底改变了分散经营所带来的过度竞争，获得了极大的垄断利润。

案例：通用汽车的纵向一体化

通用汽车公司（General Motors）由美国企业家威廉·杜兰特于 1908 年 9 月通过合并美国 20 多家汽车公司成立，1920 年 12 月被杜邦家族控制。通用汽车公司的发展始终与并

购密不可分，而初期以对供应商的纵向一体化为主要特征。

1916 年，联合汽车公司成立，以收购通用汽车公司的零配件供应商代顿工程化学公司、雷米电气公司、海厄特滚柱轴承公司、哈里森冷却器公司、新发展制造公司等 7 家公司。

1918

年，通用汽车公司通过换股和支付现金两种方式并举兼并了联合汽车公司。同年，通用汽车公司增购斯科里普斯车座公司股票。1919 年，通用汽车公司又继续收购了几家汽车零配件生产厂家和瓜地亚冷冻机公司。同年，通用汽车公司出资 2800 万美元购买了当时美国最大的汽车车身生产厂家——费希尔公司 60% 的股份；1926 年，又以股票作为支付手段买下了费希尔车身公司其余 40% 的股份，从而将该公司全部股份收购到手。

1927 年，通用汽车公司的销售额和赢利名次超过福特汽车公司，成为美国最大的汽车企业。直到二十世纪七十年代，全球汽车业仍为美国式的“大批量生产和零配件生产高度垂直集中化”所主宰。八十年代以来，这种组织方式受到来自日本的猛烈冲击，逐渐不能适应市场的变化和创新节奏加快的要求，然而在汽车业发展史上，这种层级制大批量生产对于降低成本和提高效率发挥过不可磨灭的作用。

案例：美国 ITT 公司的企业多元化

ITT 公司于 1920 年成立，是一家制造和经营电讯设备的专业化企业，原名为美国国际电话电报公司，1983 年改为现名。通过一系列海外并购，到 1959 年吉宁上任的时候，ITT 已进入美国最大 100 家工业企业之列，其海外业务占利润总额的 85%。然而，由于二战后

国际形势的风云突变，ITT 的海外业务受到重创，不得不向国内市场转移；而在美国本土，贝尔系统垄断了 90% 的市场份额，很难与之竞争。为了重新获得发展，1960 年后 ITT 开始向多

元化方向发展。

吉宁任职期间（1959-1985），ITT 并购了大约 300 家企业，经营范围从电讯业扩展到通讯和电子、工业机械、居民消费品、服务和农业用品、自然资源开采加工、保险与金融等领域，成为跨 30 多个行业的混合大企业。基于吉宁准确的判断力和超强的管理能力，几乎每一项业务在并入 ITT 后都比以前经营得更好，ITT 的股票也因此获得一轮又一轮的升值。

ITT

股票的上涨潜力使企业股东都愿意持有 ITT 的股票，因此，上述的全部并购都是以股票而非

现金来支付的，总共支付股票 9900 万股，当时市值 60 亿美元。

ITT 公司通过多元化经营避免了单一行业经营的过度风险，重新获得了增长的机会。

1969 年，ITT 的销售额达到 54.8 亿美元，比 1959 年增长了 6 倍，年均增长率为 50.9%。1978

年，ITT 的销售额更进一步增至 194 亿美元

案例：美国 GE 公司的企业“归核化”

1981 年 4 月，韦尔奇出任 GE 公司总裁。当时 GE 是《幸福》杂志前 500 家大公司中净利润增长超过 9% 的 9 家企业之一，被普遍认为是最优秀的竞争者。然而，韦尔奇却意识到主要市场的增长已经减缓，科技发展加速，全球竞争愈演愈烈，惟有“数一数二”的企业才能赢得未来的竞争，因此，必须在 GE 推行改革。

1982 年，韦尔奇圈定了高于一般增长幅度的三大事业类别，即核心业务、高技术业务和服务业务。保留在圈内的是已经或者有望达到“数一数二”目标的企业，所有落在圈外的企业都需要整顿、关闭或出售：

对有望达到目标的企业，GE 投入大量资金通过收购的方式使其快速扩张；

对接近或已达到目标的企业，GE 通过合资合作等方式强化其竞争优势和扩展至全球市场；

所有经过整顿、组合、并购等方式仍无法达到目标的企业必须关闭或出售。

韦尔奇在任期内总共卖掉了价值 100 亿美元的事业部，将经营范围由原有的 60 多个行业集中到最具优势和前途的 15 项核心业务，大大提高了 GE 的竞争能力和地位，成为“二十

一世纪企业的典范”。

案例：大通曼哈顿银行收购 J.P. 摩根

2000 年 12 月 11 日，美联储批准著名商业银行大通曼哈顿银行（The Chase Manhattan Corporation）以 3.7 股换一股，即以每股 207 美元的价格兼并老牌投资银行 J.P. 摩根（J.P.

Morgan & Co. Incorporated），交易金额达 352 亿美元。合并后的公司将命名为 J.P. 摩根

大通集团，总资产 6680 亿美元，成为仅次于花旗的美国第二大财团。

整个收购过程将于 2001 年前 3 个月完成。新公司的批发业务仍由 J.P. 摩根进行，包括投资银行业务、营运服务、财产管理、机构资产管理和私人证券业务等；零售业务由大通进行，包括信用卡、纽约和得克萨斯地区的客户银行业务、按揭业务、各类客户贷款、保险和中间业务等。

大通曼哈顿银行此次与 J.P. 摩根的“强强联合”，不只实现了商业银行与投资银行的业务功能互补，同时，也使双方的理财能力与资产聚集能力、批发优势与零售网络紧密地结合

101102

在一起。消息传出，两家银行的股价均增长了 6% 以上，大通的股价上涨了 2.5 美元，达到 42.5 美元；J.P. 摩根上涨了 9.5 美元，达到 156.75 美元

资本运营的基本形态

	基本形态	主要内容
1	债务融资	银行借款、公司债券、可转换债券、商业信用、商业票据等
2	股权融资	所有者股权、风险资本、普通股、优先股、认股权证、或有价值权利等
3	国际融资	海外上市、存托凭证、外币债券等
4	融资租赁	简单融资租赁、融资转租赁、返还式租赁、风险租赁等
5	并购重组	兼并、合并、收购、接管、重组等
6	证券交易	货币市场产品、资本市场产品、衍生证券等
7	风险投资	风险投资基金、企业内部风险运作等
8	金融服务	买方信贷、融资租赁、保险、管理输出等

案例：中信泰富的十年超常规发展

中信泰富前身泰富发展有限公司 85 年成立，86 年上市。至 95 年底，中信泰富资产净值从 3.5 亿港元增至 266.41 亿港元，十年间增长了 75 倍；股本从 1.5 亿增至 21.3 亿，扩

张了 14 倍；股价年均涨幅达 154%。96 年 12 月，中信泰富市价总值高达 957.8 亿港元，占

市场总额的 2.76%，在香港联交所排名第十。中信泰富的十年超常规发展首先得益于对证券市场筹资功能的有效利用，一次次的股权融资为其巨资收购提供了数百亿港币的资金支持。1986 年，中信（香港集团）通过收购泰富发展买壳上市。进而，中信泰富利用其上市地位源源不断地通过定向发行新股、股权配售、发行可转换债券、供股等方式从证券市场筹集资金收购中信（香港集团）的优质资产。同时，中信泰富出售部分资产套现，以减少负债、改善财务结构和优化资产组合。另外，中信泰富还通过股份合并、股份回购等方式不断调整股权结构，提升每股收益。收益稳定和前景乐观的资产提高了中信泰富的经营业绩，并进一步加强了其融资能力，使其得以聚集更多的股市资金用于大规模的并购和开展多元化经营。这种良性循环使中信泰富由一个实力有限的小公司发展成为市场地位显赫的大“蓝筹”股，实现了资产的跳跃式扩张。

证券交易

货币市场产品

货币市场产品，由短期的、固定收入的金融工具组成，一般来说，其到期期限不超过一年。美国的货币市场产品主要包括：美国短期国债(Treasury Bill)、市政票据(Municipal Note)、存款证(CD)、商业票据(Commercial Paper)、联邦基金券(Fed Fund)、回购协议(Repo)、通知贷款(Call Loan)和银行承兑票据(BA)等。

货币市场提供了一个现金蓄水池，通过买卖上述短期金融产品，资金可以在需求方与供应方之间自由流动，既满足了某些企业对资金的临时需求，又使另外一些企业暂时闲置的资金得到了充分的利用。货币市场产品交易是企业资本运营和现金管理的重要组成部分，发挥着临时性调节资金余缺的作用。在实际运作中，通常以流动性为首要目标，并在此基础上力求资金的保值增值。

资本市场产品

资本市场产品，主要包括一年以上的国库券、市政债券、公司债券、股票、共同基金和

信托投资工具等。

企业参与资本市场产品交易或者出于投资的目的，即获取利息或股息收入；或者出于投机的考虑，即搏取价差收益。企业通常同时投资于多种债券和股票，为了更好地分散风险和取得更多的回报，企业需要根据自身的投资策略和风险偏好选择和设计投资组合。然而，并不是所有企业都具备证券投资所需要的金融专业知识和技能，因此，企业也可以通过投资于共同基金或投资信托等由专家设计的投资组合而间接地实现对证券投资的管理。

近十年来美国及世界各主要市场的大牛市，使得企业越来越多的认识到，资本市场交易所带来的丰厚回报是绝对不能够忽视的。另外，在收购和反收购战中，企业也会以大量资金投入股市，进行二级市场操作。

衍生证券

衍生证券(Derivative Securities)，是一种价值依赖于其他更基本的标的变量的证券，主要包括：远期合约、期货合约、期权合约和其他衍生证券等。

远期合约(Forward Contract)是一个在确定的将来时间按确定的价格购买或出售某项资产的协议。期货合约(Future)是在规范的交易场所内交易的、标准化的远期合约。期权合约(Option)是赋予持有者在将来某一确定时间以某一确定价格购买或出售某项资产的权利的协议。衍生证券的标的资产范围非常广泛，既包括商品，又包括股票、股票指数、外汇、债务工具等金融产品。

103 大部分非金融企业参与衍生证券交易是出于自身业务需要的考虑，通过套期保值防止其资产因价格变动而造成损失。在此基础之上，有的企业进一步通过判断未来的价格变动搏取投机利润，或者，以同时进入两个或多个不同市场的方式锁定一个无风险收益，进行套利。结论：通过研究国外资本运营一百年的发展历史和现实的基本形态，我们不难看出国外企业的金融功能和生产功能、营销功能一样，是企业在日常经营活动中所必备的一种能力，而企业发展的历史实际上就是企业资产一次次重组的历史。同时，企业金融功能的有效发挥是一个系统的过程，首先必须从公司战略的高度进行思考和策划，而且需要建立在理性分析和企业理财制度基础之上。企业只有具备科学的金融体系和完善的金融功能，才能够对资本运营的各种方式和手段进行正确的选择和利用，从而提高融资效率、降低融资成本、增强盈利能力，最大限度地满足企业发展对的资金需求。

产业重组与企业再造空间巨大

资产质量差；

业绩滑坡； 主业不突出； 规模过小； 股权结构不合理； 剥离非经营性资产… …

股票运作

自营交易

梅林模式：上海梅林原是沪市的一家食品工业股。99 年，梅林公司的收入主要来自于罐头、饮用水、速冻食品等，主营业务不佳，营业利润为负值，股票长期在 6-7 元徘徊。

2000

年初，公司推出 “85818” 电子商务网，将主导产品的连锁销售扩展到网上，致使公司的股票一路上扬，连拉三日涨停板，最高达到 33 元。

梅林股票的上涨除得益于市场对网络概念股的炒作外，还由于投资者预期梅林股票投资的高额回报将大幅提高公司的利润水平。99 年年底，梅林以 18 元的价格买进海虹控股 245.15 万股，总共投资 4450 万元。2000 年上半年，海虹控股表现不俗，一度涨至 83 元。梅林通过减仓 50 来万股获得投资收益 2550 万元；而其所余的近 200 万股，帐面利润达 5566 万元。梅林投资 4000 余万元，仅相当于其 8 亿净资产的 1/20，进行股票炒作，在半年多的时间即可获利 8000 余万元，而公司 1999 年全年的利润才为 1.16 亿元。

委托理财

104 上汽模式：委托理财是上市公司参与股票二级市场运作最普遍的形式。通常，上市公司与券商或中介机构签署资产委托协议，规定一个期望收益率（一般在 10%左右），超出部分的收益由双方按预先商定的比例分成。

上海汽车是委托理财绝对投资额最高的上市公司。2000 年，公司证券委托投资资金高达 9.4 亿元。积极的资金运作为上海汽车带来了充足的现金流量。1999 年，公司推出 10 股派红利 4.2 元的分配方案，给投资者以丰厚的回报。

另外的一些公司，虽然委托理财的绝对数额没有上海汽车大，但是比例却相当惊人。如：中技贸易仅 4 亿元净资产，委托投资额却高达 2.56 亿元，占净资产的 64%；西南药业净资产 2.37 亿，其中 1.16 亿元用于委托投资，占 49%；赤天化的净资产 7 亿，委托投资为 2.5

亿元，占 35%。

战略投资

金陵模式：作为战略投资者申购新股，锁定半年以上，之后通过在二级市场抛售获得投资回报，是一种相对安全和收益较高的投资方式。然而，随着参与者的日益增多，中标的难度逐渐加大，持有期限亦有所增长。

金陵是上市公司中作为战略投资者参加配售频率最高的一家。1999 年 9 月，上海金陵出资 5000 余万元申购 1000 万股首钢股份的新股，6 个月后抛售，获利 2080 万元。之后，金陵又作为战略投资者参加了其他 6 家新股的配售，持股期限分别从半年到两年不等。据统计，迄今已有 60 多家上市公司作为战略投资者参加了 20 余只新股的申购配售。另如大众科创，作为战略投资者配售三九医药 1600 万股，配售成本 1.35 亿元，目前市值已达 3.2 亿元，帐面盈利近 2 亿元。

传统与现代企业管理的差别：

- （1）传统企业管理：人、财、物；
- （2）现代企业管理：风险管理、市值管理。

失败案例：沙钢集团

国际钢铁工业协会公布的 2009 年世界粗钢产量数据表明，沙钢集团以 2640 万吨钢产量位居全球第 7 位，排名较 2008 年的第 10 位提前 3 位。2009 年，沙钢集团全年销售收入 1463 亿元，产销率 103%，利税总额 73 亿元，净利润约 50 亿元，经济效益的排名却跃居仅次于宝钢的第二位。



对沙钢策略的总结：

- 1、沙钢在价、量、时、空几大策略因素方面存在的问题，最初的保值方案设计是存在明显缺陷的，这导致了至少是“不佳”的保值效果。4月中旬到5月中旬之间其实是极好的调仓时机，而未能把握。
- 2、整个过程实质是以一己之力独立对抗市场中所有的多头投机力量，作为生产企业其头寸极限数量是可以被估算的，而沙钢的公开建仓又导致了其策略结构完全暴露多头面前。沙钢和另一家钢企的空单建完之后，多头的拉升已无顾忌，因为空头是难以加仓的，他们的回旋空间有限。
- 3、空头不死，多头不止，8月份之前沙钢必定将大量平掉其部分头寸，这实际上就是空头在这个合约上的退却，多头借此机会拉抬一番兑现利润之后，这一轮行情才算终结。
- 4、当前期货手段只能是钢厂的辅助手段，交割更仅是补充，即使沙钢守仓到交割阶段，巨量现货在区域市场瞬间释放将对主要销售手段带来明显的负面影响。

成功案例：沈阳远大铝业工程有限公司

沈阳远大铝业工程有限公司成立于1993年初，是大型多元化企业集团沈阳远大企业集团的核心子公司，是从事建筑幕墙和铝合金门窗工程的专业化公司，能够全方位为客户提供幕墙设计、加工制造、安装施工、维修保养专业化服务。

由远大承建的工程已经遍及世界各地：俄罗斯联邦大厦，建筑高度509米被誉为“欧洲第一高楼”；世界上难度最大的幕墙工程——日本COCOON大厦；北京2008奥运主场馆国家游泳中心“水立方”、国家体育场“鸟巢”成为国内外独树一帜的标志性建筑；上海2010世博会永久保留场馆——世博会主题馆、世博中心；世界幕墙工程单笔面积最大项目阿联酋迪拜商业湾；单笔合同金额最高的项目阿布扎比商业中心；北京新保利大厦、“华南第一高楼”——深圳京基大厦、上海东方艺术中心等全球标志性工程全部出自远大铝业集

团



结论：与国外相比，我国的金融市场尚不发达，金融工具较少、市场缺乏效率，在很大程度上阻碍了企业资本运营的发展。但是，从另一个角度来看，我国大部分产业的资源配置失效，资产重组具有广阔的空间；同时，我国的资本市场孕育着巨大的投资机会和某些历史性的机遇。因此，企业只要能够依据自身的需要和能力选择恰当的方式进行资本运营，不仅可以极大地推动产业的发展还可以为企业带来丰厚的投资回报。