

资本经营案例库

第十二章	第十一章	第十章	第九章	第八章	第七章	第六章	第五章	第四章	第三章	第二章	第一章
资本经营的法规监管	资本经营者队伍建设	跨国资本经营	租赁经营	托管经营	资产重组	股份回购、资产剥离与企业分立	战略联盟	管理者收购	并购	证券市场融资	资本经营概述

全国职业经理MBA双证班

认证系列：职业经理、人力资源总监、营销经理、品质经理、生产经理、物流经理、项目经理、企业培训师、酒店经理、市场总监、财务总监、行政总监、采购经理、营销策划师、企业管理咨询师、企业总经理等高级资格认证。

颁发双证：高级经理资格证书+MBA 高等教育研修结业证书（含 2 年全套学籍档案）

证书说明：证书全国通用、电子注册，是提干、求职、晋级、移民的有效依据

学习期限：3 个月（允许工作经验丰富学员提前毕业） **收费标准：**全部学费 **1280** 元

咨询电话： 13684609885 0451- 88342620 **招生网站：** <http://www.mh jy.net>

电子邮箱： xchy007@163.com **颁证单位：**中国经济管理大学 **承办单位：**美华管理人才学校

全国招生 函授教育 颁发双证 权威有效



美华论坛
www.mh jy.net



职业经理 MBA 整套实战教程

千本好书 **免费** 下载 学校网址：www.mh jy.net

全国Mini-MBA职业经理双证班



精品课程 权威双证 全国招生 请速充电

你可能准备跳槽或者求职, 却为缺少行业经验和专业证书而被用人单位百般挑惕!

你可能目前衣食无忧, 但随着年龄的增长和社会竞争压力的增大, 因为得不到专业的全新培训而失去竞争的机会和面临被淘汰的危机。

美华教育携手中国经济管理大学面向全国举办迷你 MBA 职业经理双证书班, 毕业颁发双证书。

招生专业及其颁发证书

认证项目	颁发双证	学费
全国《职业经理》MBA 高等教育双证书班	高级职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《人力资源总监》MBA 双证书班	高级人力资源总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《生产经理》MBA 高等教育双证班	高级生产管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《品质经理》MBA 高等教育双证班	高级品质管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销经理》MBA 高等教育双证班	高级营销经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《物流经理》MBA 高等教育双证班	高级物流管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《项目经理》MBA 高等教育双证班	高级项目管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《市场总监》MBA 高等教育双证书班	高级市场总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《酒店经理》MBA 高等教育双证班	高级酒店管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《企业培训师》MBA 高等教育双证班	企业培训师高级资格认证毕业证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《财务总监》MBA 高等教育双证班	高级财务总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销策划师》MBA 双证书班	高级营销策划师高级资格认证证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《企业总经理》MBA 高等教育双证班	全国企业总经理高级资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《行政总监》MBA 高等教育双证班	高级行政总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《采购经理》MBA 高等教育双证班	高级采购管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《医院管理》MBA 高等教育双证班	高级医院管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《企业管理咨询师》MBA 双证班	高级企业管理咨询师资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元



【授课方式】 全国招生、函授学习、权威双证

我校采用国际通用3结合的先进教育方式授课（远程函授+教学电子光盘自修+网络学院持续视频学习）



【颁发证书】 学员毕业后可以获取权威双证书与全套学员学籍档案

- 1、毕业后可以获取相应专业钢印《高级职业经理资格证书》;
- 2、毕业后可以获取2年制的《MBA研究生课程高等教育研修结业证书》;



【证书说明】

1. 证书加盖中国经济管理大学钢印和公章（学校官方网站电子注册查询、随证书带整套学籍档案）;
2. 毕业获取的证书与面授学员完全一致，无“函授”字样，与面授学员享有同等待遇，证书是学员求职、提干、晋级的有效证明；。



【学习期限】 3个月（允许有工作经验学员提前毕业，毕业获取证书后学校仍持续辅导2年）



【收费标准】 全部费用1280元（含教材光盘、认证辅导、注册证书、学籍注册等全部费用）

函授学习为你节省了大量的宝贵的学习时间以及昂贵的MBA导师的面授费用，是经理人首选的学习方式。



【招生对象】

- 1、对管理知识感兴趣，具有简单电脑操作能力（有2年以上相应工作经验者可以申请提前毕业）。
- 2、年龄在20—55岁之间的各界管理知识需求者均可报名学习。



【教程特点】

- 1、完全实战教材，注重企业实战管理方法与中国管理背景完美融合，关注学员实际执行能力的培养；
- 2、对学员采用1对1顾问式教学指导，确保学员顺利完成学业、胸有成竹的走向领导岗位；
- 3、互动学习（专家、顾问24小时接受在线咨询，第一时间回答学员的提问和咨询）



【考试说明】

1. 卷面考核：毕业试卷是一套完整的情景模拟试卷（与工作相关联的基础问卷）
2. 论文考核：毕业需要提交2000字的论文（学员不需要参加毕业论文答辩但论文中必修体现出5点独特的企业管理心得）
3. 综合心理测评等问卷。



【颁证单位】

中国经济管理大学经中华人民共和国香港特别行政区批准注册成立。目前中国经济管理大学课程涉及国际学位教育、国际职业教育等。学院教学方式灵活多样，注重人才的实际技能的培养，向学员传授先进的管理思想和实际工作技能，学院会永远遵循“科技兴国、严谨办学”的原则不断的向社会提供优秀的管理人才。



【承办单位】

美华管理人才学校是中国最早由教委批准成立的“工商管理MBA实战教育机构”之一，由资深MBA教育专家、教育协会常务理事徐传有教授担任学校理事长。迄今为止，已为社会培养各类“能力型”管理人才近10万余人，并为多家企业提供了整合策划和企业内训，连续13年被教委评选为《优秀成人教育学校》《甲级先进办学单位》。办学多年来，美华人独特的教学方法，先进的教学理念赢得了社会各界的高度赞誉和认可。



【咨询电话】13684609885 0451--88342620

【咨询教师】王海涛 郑毅

【学校网站】<http://www.mhjy.net>

【咨询邮箱】xchy007@163.com



【报名须知】

- 1、报名登记表格下载后详细填写并发送邮件至 xchy007@163.com (入学时不需要提交相片，毕业提交试卷同时邮寄4张2寸相片和一张身份证复印件即可)
- 2、交费后请及时电话通知招生办确认，以便于收费当日学校为你办理教材邮寄等入学手续。



【证书样本】(全国招生 函授学习 权威双证 请速充电)

(高级职业经理资格证书样本)

(两年制研究生课程高等教育结业证书样本)



【学费缴纳方式】可以选择以下任意一种方式缴纳学费

方式一	学校地址	邮寄地址：哈尔滨市道外区南马路 120 号职工大学 109 室 邮政编码：150020 收件人：王海涛
方式二	学校帐号	学校帐号：184080723702015 账号户名：哈尔滨市道外区美华管理人才学校 开户银行：哈尔滨银行龙江支行 支付系统行号：313261018018
方式三	交通银行 (太平洋卡)	帐号：40551220360141505 户名：王海涛 开户行：交通银行哈尔滨分行信用卡中心
方式四	邮政储蓄 (存折)	帐号：602610301201201234 户名：王海涛 开户行：哈尔滨道外储蓄中心
方式五	中国工商银行 (存折)	帐号：3500016701101298023 户名：王海涛 开户行：哈尔滨市道外区靖宇支行
方式六	建设银行帐户 (存折)	中国人民建设银行帐户 (存折)： 1141449980130106399 用户名：王海涛
方式七	农业银行帐户 (卡号)	农业银行帐户 (卡号)： 6228480170232416918 用户名：王海涛 农行卡开户银行：中国农业银行黑龙江分行营业部道外支行景阳支行

可以选择任意一种方式缴纳学费，建议使用第五种方式（中国工商银行，比较方便快捷）收到学费的当天，学校就会用邮政特快的方式为你邮寄教材和考试问卷。

<http://www.mhgy.net>

如何理解资本经营？——思捷的资本经营



思捷主业为零售及批发 ESPRIT 品牌时装及 Red Earth 美容护肤护发品，业务遍及欧亚及北美。

ESPRIT 品牌起源于美国。1968 年，苏茜·汤姆普金森（Susie Tompkins）在旧金山开设一家制衣公司，1971 年公司易名 Esprit de Corp。公司了解到亚洲采购成本低廉，所以选择了香港的邢李源经营的企业作为采购来源之一。1974 年，邢李源、苏茜与道格拉斯在香港成立远东有限公司（Far East Limited, EFE），作为 Esprit de Corp 的主要采购代理。20 世纪 80 年代初，除采购业务外，EFE 还在亚洲批发 ESPRIT 产品，并于 1983 年 7 月在香港铜锣湾开设首家门市。随后，EFE 在亚洲许多城市陆续开设了门市。

1993 年，EFE 旗下的思捷亚洲（Esprit Asia Holdings Limited）在港上市。1996-1997 年，思捷收购 ESPRIT 产品在欧洲、日本、美国的业务，以及 63% ESPRIT 国际，并把思捷亚洲改名为思捷环球控股有限公司。1998 年购入 Red Earth 并在伦敦上市，2002 年收购美国商标以及剩余 37% ESPRIT 国际的权益，正式持有全球 ESPRIT 商标。

目前，欧洲是思捷的主要市场，其产品在德国、法国、奥地利、比利时、荷兰、英国等地皆有不俗的表现。此外，思捷的中国内地合营企业上海、北京和大连直接经营的 90 家零售店，在全国 90 多个城市拥有上百个特许经营商，管理约 360 家特许经营店。

过去 10 年思捷大股东股权基本无变动。大股东股权出现不寻常的变动，会或多或少反映大股东对公司缺乏信心。邢李源在 1993 至 2002 年间没有明显减持思捷股份，在 1997 年间更有所增持。大股东没有让上市公司以高价购入自己的劣质资产。思捷过去 10 年共有 4 次重大收购，其管理层在交易中并无偏袒大股东或牺牲小股东利益。下面我们对这 4 次收购逐一分析。

一、收购 ESPRIT 澳洲——走出亚洲

ESPRIT 澳洲被收购前已是优质资产。它当时拥有约 53 家连锁店，主要销售 ESPRIT 女装。它与 ESPRIT 国际（ESPRIT 品牌的拥有者）签有协议，销售 ESPRIT 品牌的产品并向后者缴纳品牌使用费。该公司多年来在澳洲推广 ESPRIT 品牌，使之成为当地的时装名牌。ESPRIT 澳洲税前盈利状况已由 1993 年的亏损 55.6 万澳元，改善至 1995 年的盈利 137.4 万澳元。净资产亦由 1993 年的 -205.1 万澳元，改善至 1995 年的 708.2 万澳元。

思捷自 1993 年在香港上市后，业务伸展至日本及马来西亚。公司董事认为，思捷应将业务拓展

到其他亚太地区及澳洲，并对澳洲零售市场非常看好，认为这次收购是拓展澳洲市场的良机。

思捷在 1995 年 10 月以 3,197 万澳元(1.835 亿港元)向 EFE(当时思捷最大股东)收购其全资附属公司 ESPRIT 澳洲的全部已发行股本及一笔未偿还的股东贷款 195 万澳元(约 1,131 万港元，贷款人为 EFE。根据协议，EFE 有权向思捷追讨此项欠款)。应该说明的是，EFE 是邢李塬持有股份的私人公司，因此该收购属关联交易。

该项收购的第一部分款项为 1,196 万澳元(约 6,946 万港元)，第二部分款项的计算以 ESPRIT 澳洲于 1996 年 6 月公布的税后盈利的 8 倍为依据，定价为 2,001 万澳元(约 1,14 亿港元)。

思捷在 1995 年 10 月 24 日发行 5,500 万股新股予 EFE，每股价格为 2.678 港元，共集资 1.47 亿港元。思捷同意以面值 6,900 万港元的新股，去支付收购 ESPRIT 澳洲的首期款项，其余 7,800 万港元则留作营运资金及支付第二潮的收购款项。而第二潮收购款项之余额则以思捷当年的盈利支付。

收购也令小股东获益。根据以上资料，此项收购价格是公道的。但在思捷以每股 2.678 港元向 EFE 发行 5,500 万股新股时，EFE 也以每股 2.75 港元向公众出售 5,500 万股思捷股票，套现 1.5 亿多港元，获利 396 万港元，其对思捷的持股量却并无减少。这就间接令小股民损失 396 万港元。

思捷的累计超额收益率由宣布收购 ESPRIT 澳洲当日(1995 年 10 月 24 日)起至收购完成日(1995 年 12 月 1 日)均呈负数，意味着市场对这次收购并不存太大期望。因此思捷股价由宣布收购当日的 2.9 港元，跌至完成收购当日的 2.575 港元。但综观宣布收购前 10 天的股价波幅，我们并未发现有内幕交易之嫌。

澳洲被收购后的业绩，其营业额及利润有了明显增长。至 2001 年，其营业额已增长至 7.5 亿港元，盈利亦增长近 1 亿港元。

因此，此宗收购为思捷带来不少利润，更为公司跨出亚洲、进军世界迈出了第一步。虽然收购可能会间接令小股民蒙受损失，但也使之间接得益。而且，发行新股后，大股东 EFE 的持股比例也由 74.6 扰减至 69.9%，令小股民投资思捷的机会增多。

二、收购 EFE——进军欧洲

1996 年 4 月 25 日 EFE 的股东向思捷提出有意向其出售 EFE、Esprit de Corp、Esprit Inc 的业务。1997 年 1 月 10 日该交易正式完成。收购中有两项协议。

协议一：

思捷向 Word one wide Thousand Limited (WTL) 收购 EFE 的全部已发行股本。EFE 主要从事设计、采购服装及其他产品，以 ESPRIT 品牌向批发商推广及分销，并借着 ESPRIT 连锁零售门市将产品销往欧洲。此外，EFE 亦参与全球性特许权、管理及发展 ESPRIT 系列商标的活动，并为 ESPRIT 商标的特许权使用人(包括思捷)提供采购服务。

协议二：

思捷向 Friedrich 先生收购 ESPRIT 欧洲的股份(占 ESPRIT 欧洲的 12.5%，该 12.5%权益亦即 EFE 于 ESPRIT 欧洲在当时未拥有的股份)。这是一宗关联交易，因为 WTL 拥有思捷已发行股本的 68%左右。由于 EFE 是 WTL 的全资子公司，而思捷主席兼行政总裁邢李塬又拥有 WTL 约 87%的权益，ESPRIT 欧洲的创办股东 Friedrich 亦拥有 WTL12.5%的权益。

此外，Friedrich 后来动用了约 2 亿港元现金认购了 WTL 新股，从而将其对 WTL 的持股量提升至约 23%，而邢氏在 WTL 的持股量摊薄至约 77%。根据收购协议，思捷应付 18.397 亿港元。

以合理价格收购优质资产。这宗 18 亿多港元的交易，是以 EFE 截至 1997 年 6 月 30 日年度的预测盈利乘以 9.83 的预测市盈率为基础计算的。当时预测盈利不会少千 1.87 亿港元，又考虑到零售业务通常无大量资本投资项目，因而以盈利作为评估基础是合适的。此外，欧洲上市公司在 1997 年平均市盈率预测值约为 15.7 倍，所以此交易的作价应算合理。

事实上，EFE 在收购之前的数个财年都有不俗的业绩，EFE 截至 1996 年 6 月 30 日年度的营业额为 34 亿港元，其中 ESPRIT 欧洲的批发及零售业务的贡献约占 93%、ESPRIT Sourcing 的采购业务约

占 4%，ESPRIT 国际的特许业务约占 3%。相比之下，在此宗收购前的财政年度，思捷的总营业额只有 17 亿港元。因此 EFE 不应属于劣质资产。

三、收购 Red Earth——进军化妆品业

思捷经过两次收购而全资拥有了 Red Earth。Red Earth 由思捷大股东邢李源于 1990 年创立，主要业务为持有 Red Earth 商标及销售 Red Earth 品牌的美容护肤、护发品，主要市场在澳大利亚、新西兰等地。思捷年报曾指出，管理层希望通过收购 Red Earth，令思捷业务拓展至化妆品及个人护理品业，并认为以思捷在欧、亚的销售经验及渠道，可产生协同效应。

第一次收购（1998 年 1 月 5 日—1998 年 5 月 7 日），投资 1,568 万港元

交易一：为拥有 Red Earth 品牌的商标及批发业务，思捷先以现金每股 1 美元向大股东邢李源购入其持有的 Red Earth International (REI) 50% 权益，作价 65.41 万美元（约 505.6 万港元）。

交易二：思捷以每股 1 美元向 REI 认购 35.9 万股新股，令其持股量增至 60.783%。

交易三：思捷通过 REI 增持在 Red Earth 澳洲 (REA) 的权益（由 20% 增至 95%），总作价为 162 万澳元（约 777.6 万港元），其中 60 万澳元由 REI 以现金支付，余下 102 万澳元由思捷临时贷款 989 万港元借予 REI 支付。这样，思捷就几乎全资拥有了 Red Earth 的核心业务。

四、收购 ESPRIT 商标 统一全球 ESPRIT 品牌

思捷在 1993 年 12 月上市之初，其制造、分销、推广及销售 ESPRIT 品牌产品的权利，皆来自与 ESPRIT 国际订立的特许经营协议。当时 ESPRIT 国际完全不属于思捷。思捷 1997 年 1 月收购 ESPRIT 欧洲，一并购入 ESPRIT 国际 63% 的权益。而 ESPRIT de Corp 拥有 ESPRIT 国际 37% 的权益及美国、加勒比海群岛的 ESPRIT 商标及其他知识产权。ESPRIT de Corp 的最终持有人是 Oaktree 和 Cerberus 均是独立的第三者。

ESPRIT 国际是成立于美国加州的有限责任公司，它拥有 ESPRIT 全球的商标权。

思捷于 2002 年 2 月 8 日宣布以 1.5 亿美元（11.7 亿港元）购买 ESPRIT 国际 37% 的权益和美国、加勒比海群岛的 ESPRIT 商标及其他知识产权。其中 0.5 亿美元（3.9 亿港元）向银行借贷，其余约 1 亿美元（7.8 亿港元）以思捷的内部资金拨付。该交易于 2002 年 4 月 23 日完成，此后思捷便会资拥有（原只拥有 63%）ESPRIT 国际的权益及 ESPRIT 的全球品牌。

交易是否划算？ESPRIT 国际的主要收入来自专利权及特许经营权费用，其纯利在过去 5 年的平均年增长率达 11%。这项收购令思捷节省每年支付 ESPRIT 国际约 1,000 万美元（7,800 万港元）的专利费用。

此次收购没有摊薄股东权益，因为收购款中的 0.5 亿美元由银行融资，余额约 1 亿美元以思捷内部资金拨付。

ESPRIT 国际 2002 及 2001 年营业额分别增长 14.78% 和 9.59%，同期净利润增长率分别为 25.87% 和 8.5%。净利润占营业额的百分比由 1999 年度的 75.5% 增至 2001 年度的 82.1%。至 2001 年 12 月 31 日，ESPRIT 国际的现金约为 220 万美元，且无付息贷款和对外重大担保。其净资产约为 920 万美元。截至 2002 年 4 月 23 日，思捷累计超额收益率达 7.9%，股价亦由 2002 年 2 月 8 日公布收购当日的 11.5 港元升至收购完成日的 14.7 港元。反映出市场对该收购持乐观态度。

另一方面，在 2002 年 2 月 8 日收购消息公布前，思捷股价已明显上涨。思捷在 2 月 7 日公布利润增长达 41% 的中期业绩（超出 20% 至 40% 的预期）时令其股价当日上升 3.59%。

尤其在当今零售业不景气的情况下，思捷的股价及利润仍保持稳定增长，股东资产亦不断上升，实属难得。10 年间，思捷由一家本地的代理采购公司发展成一家拥有全球 ESPRIT 品牌的国际性公司，其市值亦由 1993 年上市时的 14 亿港元上升至 2003 年的 180 亿港元，总市值排名第 30 位。因此，从以上几方面看，思捷可能是香港股市上一颗不多见的“沧海遗珠”。

一、 结合案例说明什么是资本经营？

二、 结合案例讨论资本经营与商品经营有什么不同？

答题要点：

一、资本经营的概念

广义的资本经营的涵义是指以资本增值最大化为根本目的，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。这是广义的概念，囊括了以资本增值最大化为目的企业经营活动，包括了产品经营和商品经营。

狭义的资本经营概念，它是指可以独立于商品经营而存在的，以价值化、证券化了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。

从案例中可以看到，思捷的资本经营是广义的资本经营，既有以价值化的、证券化的经营活动，又有产品的生产经营。

二、资本经营与商品经营的区别

资本经营是相对于商品经营而产生的一种新的经营管理方式，两者的区别主要有：

1、经营对象不同

商品经营的对象是生产经营性企业的产品和服务；资本经营的对象则是由生产要素转化来的能够实现价值增值的资本。商品经营的方式是商品销售或提供劳务；资本经营的方式是产权的流动和资产的重组。

2、经营的领域和活动空间不同

商品经营只是面向商品市场；资本经营更重要的是面向资本市场，既包括证券市场的资本运作，也包括非证券市场的产权交易活动。

3、经营方式和目的不同

商品经营的方式和目的是通过商品销售或提供劳务，实现利润的最大化；资本经营的方式和目的是通过产权的流动和重组，提高资本运营效率和效益。

4、经营导向不同

商品经营较多地受价格信号的控制，而资本经营主要受资本市场的制约和资本回报率的限制。

5、经营风险不同

商品经营的企业生存和发展维系在一个或多个产品上，如市场需求发生变化，则会直接影响企业的生存和发展；资本经营的企业则把生存和发展建立在一个或多个产业上，并不断发现新的经济增长点，及时退出风险大的产业，规避风险。

6、企业的发展方式不同

商品经营的企业主要依赖企业自身的积累，通过创造更多的利润并使之转化为资本，增加生产要素和生产能力而获得发展；资本经营不但注重企业自身的内部积累，更重要的是通过资本外部扩张的方式，使企业快速扩张，发展壮大。

资本经营和商品经营是企业经营相辅相成的两个方面，应当有机地结合起来。商品经营始终是企业运作的基本形式，也是资本经营的基础；资本经营并不能取代商品经营，它通过对生产要素的有效配置，能够扩大企业市场份额，产生规模效益，拓宽经营领域，降低经营风险。

从这个案例可以看到，该企业的经营既有资本经营，也有商品经营，而且近 10 年来资本经营效果非常显著。

HKC 股份有限公司的证券市场融资

HKC 股份有限公司是一家注册于香港、专门从事生产和销售登上运动器材的企业。公司有 A、B、C 于 1978 年创建，其中 A 占 75% 的股份，B 和 C 分别占 12.5% 的股份。

A 管理者公司日常运作的各个环节，拥有绝对的权利。B 则一直负责销售和市场工作，也是未来公司的接班人。D 担任公司的财务总监，负责公司的日常财务工作，但并不拥有公司的任何股权。公司董事会成员包括 A、B、C 以及一位外部董事 E。

HKC 公司发展迅速，到了 1995 年，其营业额已经达到 1 亿美元。

上市、收购和再融资

1995 年夏天一位在香港投资银行界颇为活跃的投资银行家 F 向 B 建议把 HKC 公司重组上市，利用上市实现股东的股权流通，通过并购其他企业加速发展。同时，F 向 B 提交了一份财务预测，如果以 FBITDA (税前、支付利息、折旧和摊销前收入) 方法对 HKC 进行估值，HKC 在 1995 年预计将实现税前、支付利息、折旧和摊销前收入 2000 万美元，与同类公司相比较，可以按照 7 倍的 EBITDA 计算（该倍数是类比同行业上市公司 EBITDA 的中位数），企业价值可以达到 1.4 亿美元，减去 5560 万美元的银行贷款后，公司股东的股权价值就可以达到 8440 万美元。按照 B 拥有的 12.5% 的股权计算，他手中的股份价值 1060 万美元，以年增长 15% 计算，2 年后就达到 1400 万美元。但如果 HKC 公司不是上市公司，那么 B 手中的股权是非流通的，按照资本市场运作的惯例，其价值无法与上市公司相比。除此之外，F 还向 B 介绍了上市的其他好处：

1. 通过出让一部分股权，上市后可以募集到公司发展所需的资金；
2. 公司可以利用上市扩大知名度，提升公司形象，起到宣传和广告的作用；
3. 公司上市后，可以利用股权进行收购，节约公司资金；
4. 可以为公司的员工提供期权等激励措施，从而留住重要的员工；
5. 能够增加公司信誉，提高公司的贷款额度；
6. 在公司业绩良好的情况下，为公司提供词语融资的渠道。

于是，经过紧张的准备后，HKC 在较好的市场时机成功上市了，上市发行价以预测 1995 年的 EBITDA 为基础，按照 8 倍的 EBITDA 对公司进行估值，发行后企业价值达到了 2.17 亿美元，HKC 向公众售出 30% 的股份，筹集了 3950 万美元，上市后 HKC 的股权价值达到 1.32 亿美元。在此次的 IPO 中，A 出售了大约 10% 的旧股，上市完成后，A 持有公司 42.5% 的股份，B 和 C 各持有 8.75% 的股份，其余 30% 有公众持有。

企业的资金来源渠道有哪些？请你举例说明。

答题要点

1. 企业自有资金；
2. 证券市场融资（发行股票、发行公司债）；
3. 银行贷款；
4. 战略投资者等。

希尔顿的发展之路



只要提起“希尔顿”三个字，人们很自然地就会联想到那豪华舒适的大饭店。谁都知道康拉德·希尔顿是世界旅馆业大王，在世界各地的大都市里，都可以看到耸入云霄的希尔顿大饭店。他所创立的国际希尔顿旅馆有限公司，目前，全球已拥有 200 多家旅馆，资产总额达数十亿美元，每天接待数十万计的各国旅客，年利润达数亿美元，雄居全世界最大的旅馆的榜首。

一、艰难的创业

然而，谁能想象希尔顿开始涉足于旅馆业，手头只有 5000 美元呢。那么，康拉德·希尔顿是怎样发迹的？他成功的诀窍是什么呢？

“你必须怀有梦想。”这位誉满天下的“旅馆业大王”在晚年的自传中，揭开了他发家的奥秘：“我认为，完成大事业的先导是伟大的梦想。”“我所说的梦想和空想是截然不同的。空想是白日做梦，永远难以实现。也不是人们所说的神的启示。我所说的梦想是指人人可及，以热诚、精力、期望作为后盾，一种具有想象力的思考。”

康拉德·希尔顿正是在一个个伟大梦想的激励下，白手起家，矢志不移，一步一步地登上事业的巅峰，最终创立了全球性的旅馆业王国。

希尔顿的父亲格斯·希尔顿，10 岁时随全家从挪威移民到美国的衣阿华州。他长大后，在道奇堡市当一名职员。但他并不满足于现状，将目标指向了拥有无限机遇的西部地区。于是他凭着自身巨大的勇气、主动热情的态度和开创新事业的精神，仅靠一点积蓄在偏远的西部跑起了买卖。希尔顿的母亲玛丽·希尔顿是一位具有坚定信仰的人，她说服了她那位出生于德国的富商父亲，在格斯闯荡西部 3 年后离开了富裕的城市。跟随新婚的丈夫来到西部的边陲小镇——新墨西哥州圣·安东尼奥镇。

1887 年圣诞节那一天，在这个荒凉小镇的一座堆满杂货的土坯房里，玛丽·希尔顿生下了第二个孩子，这个孩子就是康德拉·希尔顿。

但是圣诞老人似乎并没有给希尔顿和他的家庭带来特别的好运气。父亲起早贪黑，整天东奔西跑，为养家糊口、积攒家业而疯狂地工作着。母亲担当起繁重的家务，为把 8 个子女抚养成人，白发过早地爬上了她的额头。少年希尔顿与其他姊妹在学校放假期间帮家里站柜台，或推着货物沿街兜售。就这样，在全家人辛勤劳作下，商店的生意日益兴隆。父亲还购了一家小煤矿。1904 年，年仅 17 岁的希尔顿在父母支持下，开始独立经商。家中生活渐渐富裕起来。

然而，好景不长。1907 年，美国发生了经济恐慌，一夜之间，希尔顿一家陷入了困境，入不敷出，家中仅剩下一间堆满货物的五金商店。为了摆脱危机，他们把货物尽快处理掉，腾空房子开办了“家庭式旅馆”。父亲当总管，母亲做饭菜，而希尔顿和弟弟卡尔责无旁贷地担负起揽客的任务。希尔顿这种经历为他日后经营旅馆业提供了很好的锻炼机会。

希尔顿一家惨淡经营的这家小旅馆总是摇摇欲坠，时时面临破产的威胁。对于年轻气盛的希尔顿来说，开旅馆并非他当时的理想。他的第一个伟大梦想是开一家银行，当一名风度翩翩的银行家，坐在银行大厦经理办公室的转椅上，处理着大笔大笔的金融业务。

他充满自信地告诉父母，他要做一名银行家，要在里奥格兰河流域建三四家银行。首先从故乡开始，第一家银行就命名为新墨西哥州圣·安东尼奥银行。1913 年 9 月，他把这项计划付诸实施。他东奔西跑，好不容易筹集到自组银行所需的 3 万美元资金。可事情并非一帆风顺，在第一次股东会议上，希尔顿遭到排挤，一个敌视他的 70 多岁的老头子被推为董事长。在父亲的帮助下，希尔顿终于在一年后反败为胜，重选了一位董事长，希尔顿自己也当上了副董事长。这家圣·安东尼奥银行，在希尔

顿的经营下，银行业务取得很大进展，2年后银行资金已达13.5万美元。

1917年，美国卷入了第一次世界大战，希尔顿应征入伍。这场战争中断了他做银行家的梦，改变了他的未来。1919年，父亲遇车祸身亡，希尔顿退伍回家。

希尔顿干起了父亲留下的小本买卖。当银行家的梦想重又在他心中泛起，但他已没有了银行，手头只剩下5000美元的积蓄，梦想怎么成真呢？

二、曲折的成长

“我如何重整旗鼓？”希尔顿向母亲请教。

这是一位坚强而有远见的母亲，她严肃而又坚定地对儿子说：“康尼！你必须找到你自己的世界。与你父亲一起创业的老友曾经说过：‘要放大船，必须先找到水深的地方。’”

于是，希尔顿带着他的梦想，只身闯进了因发现石油而兴盛的得克萨斯州，那里云集着大批来发石油财的冒险家们。

得州似乎遍地都是黄金。钻油的工人穿着皮靴，套着金光闪闪的裤子，好像不久的将来，他们都将是一百万富翁了。希尔顿迫不及待地连续跑了两个城镇，问了十几家银行，回答都是不卖。他碰了一鼻子灰，却并未因此气馁。他又来到第三个城镇——锡斯科。

锡斯科这片热情的土地拥抱了希尔顿。他刚下火车，走进当地第一家银行，一问，就被告知它正待出售。卖主不住这儿，要价是7.5万美元。希尔顿一阵狂喜：价格公道！他立即给卖主发了份电报，愿按其要价买进这家银行。

然而，过不多久，卖主的回电却出尔反尔，将售价涨至8万美元，而且不讨价还价。希尔顿气得火冒三丈，当即决定彻底放弃当银行家的念头。他后来回忆道：“就这样，那封回电改变了我一生的命运。”

在碰壁之后，希尔顿余怒未消地来到马路对面的一家名为“莫布利”的旅馆准备投宿。谁知旅馆门厅里的人群就像沙丁鱼似的争着往柜台挤，他好不容易挤到柜台前，服务员却把登记簿“啪”地一合，高声喊道：“客满了！”

接着，一个板着脸的先生开始清理客厅，驱赶人群。他毫不客气地对希尔顿说：“请离开客厅，8小时后再来碰运气，看有没有腾空的床位，因为我们这里每天24小时做三轮生意的。”希尔顿憋了一肚子气，忽然灵机一动地问：“你是这家旅馆的主人吗？”对方却诉起苦来：“是的。我就是陷在这里不能自拔了。我赚不到什么钱，不如抽资金到油田去赚更多的钱。”“你的意思是，”希尔顿压抑住自己的兴奋，故意慢条斯理地问，“这家旅馆准备出售？”“任何人出5万美元，今晚就可以拥有这儿的一切，包括我的床。”旅店老板下定了卖店的决心。

3个小时后，希尔顿在仔细查阅了莫布利旅馆账簿的基础上，经过一番讨价还价，卖主最后同意以4万美元出售。希尔顿立即四处筹借现金，终于在一星期期限截止前几分钟将钱全部送到。莫布利旅馆易了主，希尔顿干起了旅馆业。他随即给母亲打电报报喜：“新世界已经找到，锡斯科可谓水深港阔，第一艘大船已在此下水。”

当天晚上，莫布利旅馆全部客满，连希尔顿的床也让给客人住下了。他只好睡在办公室里。夜里，他做了一个梦，梦见得克萨斯州镶嵌着一连串的希尔顿饭店。当然，要使美梦成真，还得一番努力。但这位未来的“旅馆大王”，毕竟已成功地写下了他的发迹史的第一页。

希尔顿虽然曾在“家庭式旅馆”中做过招揽顾客的小职员，但真正悟出经营旅馆业务的一些原则，并逐步迷上这一行业，却是在他当上莫布利旅馆的老板之后。

莫布利是个小旅馆，往往是客人过多而无法安排。希尔顿经过不断思考和摸索，对它进行了有效地改造，把餐厅隔成一个个小房间，增加了20多个床位；又把大厅的一角辟为一个小杂货铺。这种修改给旅馆增加了一笔可观的收入。希尔顿由此悟出了经营旅馆业的第一个原则，即“装箱技巧”，把有限的空间巧妙地加以利用，使旅馆的土地面积和空间产生最大的效益。他后来又称之为“探索黄金”原则，意思是要使旅馆的每一尺地方都产生出“金子”来。

接着，希尔顿又引进了军队中的团队精神，即荣誉感加上奖励，把旅馆的经营好坏和每一名员工

联系起来，并直接和经济效益挂钩，从而大大激发了员工的工作热情。团队精神成为希尔顿经营旅馆业的第二个准则。

随着莫布利旅馆的经营成功，希尔顿又与人合伙买下了华斯堡的梅尔巴旅馆、达拉斯的华尔道夫旅馆。希尔顿的旅馆业开始蒸蒸日上。

三、事业的壮大

在又购买了几家二手货的旅馆之后，希尔顿产生了厌倦感，他内心萌发出一个更伟大的梦想，要建造自己的新旅馆。他对母亲说：“我要大刀阔斧地干一场。第一件事，我要集资 100 万美元，盖一座名为希尔顿的新旅馆。”

此时，希尔顿手头只有 10 万美元，单独盖一座投资 100 万美元的新旅馆谈何容易？！但他决心冒这个风险，其气魄不亚于绕好望角、上圣母峰。他看中了达拉斯市中心的一块地，经过谈判以每年租金 3.1 万美元、租期 99 年，租下这块地产；接着又以这块地产作抵押筹集贷款。多位好友也向他伸出了援助之手。

1925 年 8 月 4 日，“达拉斯希尔顿大饭店”终于落成，举行了隆重的揭幕典礼。不久，希尔顿和玛莉在圣三一教堂，举行了简单的结婚仪式。

随着家庭生活的美满和事业的新进展，希尔顿又开始了新的冒险。1926 年的一天，玛莉见他看报时在发愣，便问他怎么回事。希尔顿指着报纸上一大堆地名说：“我要在这些地方都建起旅馆，一年开一家。”果然，到了 1928 年圣诞节，即希尔顿 41 岁生日这一天，纸上的这些梦想都一一实现了，并且速度大大超过了一年一家旅馆的计划。除达拉斯外，在阿比林、韦科、马林、普莱恩维尤、圣安吉诺和拉伯克都相继建起了希尔顿饭店。

希尔顿的梦越做越大。他成立了希尔顿饭店公司，把所有的连锁店统一起来。他决心向更广阔的世界去扩展。作为这项计划的第一步，就是在西部大城市埃尔帕索建造一座希尔顿大饭店。1929 年秋天的一天，他宣布在该城中心“拓荒者广场”开始建造一家耗资 175 万美元的大饭店。

雄心勃勃的希尔顿怎么也没想到，他正面临着一场空前的大灾难。

19 天后，纽约股票市场全面崩溃。全美国顿时陷入大萧条的困境之中。不景气很快使美国东部经济陷入瘫痪状态，逼得一些人纷纷跳楼自杀。经济大恐慌像瘟疫一般向南部袭来，正处于事业巅峰的希尔顿感到自己正坠向深渊。

尽管如此，埃尔帕索的希尔顿大饭店还是在 1930 年 11 月 5 日建立起来。这在当时是多么艰难的事呀！大饭店揭幕那天，来自整个得州和新墨西哥州的观众比旅馆一年的宾客居住人数还多。当人们看到华丽的套房、直达云霄的 19 层大厦和 300 多间以印第安人和西班牙人以及拓荒者的传统风格布置起来的房间时，无不惊讶，叹为观止。

然而盛大的开幕典礼一过，接踵而来的是无情的打击。萧条时期，人们极少出游，商店的货物也无人问津，失业人数日益增多。美国大部分旅馆都破产倒闭了。希尔顿尽管长袖善舞，使他的 8 家旅馆保全了 5 家，却也陷入资金周转不灵的困境。他鼓励员工发扬集体合作精神，共渡难关。每一个人都都在竭力节省每一项开支，如停止房间电话的使用，每台可省下 15 美分；关闭一些房间以免浪费电力和暖气。

尽管这样，收益仍在下降、而地租、贷款利息和各种捐税又样样不能少。在这艰难日子里，希尔顿常常用冷毛巾敷头，以减轻头疼的折磨。

一天下午，希尔顿正坐在达拉斯的办公室里发愁，忽然抬头看到母亲站在面前。他有点沮丧地对母亲说：“只怕我选错了职业，也许我去学造摇篮或棺材都比这个强！”母亲却以她的家庭所特有的气质——一种不屈不挠的拓荒精神，缓缓而坚定地说：“现在有人跳楼，有人沉沦下去，也有人向上帝祷告。康尼，你千万别泄气，一切都会过去的。”从此，信心和希望又充满了希尔顿的胸膛。当律师私下与他商量，要他宣告破产时，他坚决拒绝了。

他又开始四处奔波，从一个城市跑到另一个城市，能借的钱都借了，运气仍然不佳。1931 年成为他一生中最悲惨的一个年份。后来他曾这样描述：“也许高山摇摇欲坠，但我依然满怀希望认为这是

美国，我不愿放弃自己的梦想。”希尔顿迫不得已，只得拿几家希尔顿饭店作为抵押，以充债款。至此，希尔顿几乎空无一物，家人和同僚们的安身之处也操在他人手中。

1932年底，美国的经济仍没有起色，希尔顿重新回到起点，一筹莫展。不过在他心中，又有一个努力的方向，他认为虽只是一线希望，却值得一试。他回到埃尔帕索的希尔顿大饭店，准备以此为新的起点。之后，几个月的生活就像一场梦魇。他跑遍得州，希望筹到30万美元以使家业起死回生。就在他濒临绝望的时刻，奇迹发生了。7位仍然对希尔顿充满信心的亲友各自掏出了5000美元，其中6位是亲自把支票送来给他的。有一张支票上签的名字是“玛莉·希尔顿”，那是他的母亲！为了助儿子一臂之力，这位伟大的母亲倾其所有。要知道，在1933年的秋天的美国，5000美元绝不是一个小数。这样在第二天，他把筹到的款送到债主的手里，一度落入他人名下的埃尔帕索希尔顿大饭店重又物归原主了。

之后，希尔顿借到5.5万美元。他孤注一掷，投资石油。他清楚，如果成功，数字将翻番；如果失败，将再次一无所有。希尔顿把仅剩的8角8分钱装进口袋，在借据上签了字。上帝没有辜负他，在往后的3年中，正是这个油矿为他付清了所有的欠款。

希尔顿艰苦奋斗，终于绝处逢生，闯出了一条路来。他最终打了一场胜仗。

罗斯福总统的新政给垂危之中的美国经济注入了一支强心剂。当“全国复兴法案”颁布之后，希尔顿开始感到脚跟已经站稳，可以再跨前一步，去继续尝试实现自己的美梦了。

1936年，希尔顿拥有的旅馆又恢复到了8家。1937年夏天，希尔顿来到旧金山，看上了一家名为“德雷克爵士”的旅馆。这家旅馆高22层，有450个房间，还有一个价值30万美元的豪华夜总会。老板正急于将这家旅馆出手。希尔顿不失时机地筹集资金，在1938年1月将“德雷克爵士”饭店买了下来。1939年，他又买下了长堤的“布雷克尔斯饭店”。这几次成功的收购，并没有使希尔顿满足，反而更加激发了他的梦想。

希尔顿想要得到世界上最大的饭店——芝加哥的史蒂文斯大饭店。他特地在1939年年底亲自去调查了一下这家饭店。它拥有3000个带卫生间的客房，宴会厅一次可接待8000位来宾，饭店里还有小医院，可作急救手术。尽管当时它的拥有者毫无售出的意向，但希尔顿一直暗中关注着它的动向。1945年，机会来了，希尔顿与史蒂文斯饭店老板经过3次讨价还价，终于以150万美元买下了这家饭店。不久，他又以140万美元的巨款买下芝加哥另一家最豪华的饭店——帕尔默饭店。

永不满足的希尔顿又把自己的目标瞄准了纽约，瞄准了被誉为“世界旅馆皇后”的华尔道夫大饭店。这家饭店位于纽约巴克塔尼大街，共有43层，2000多个房间，曾接待过世界上许多国家的国王、王子、皇后、政府首脑和百万富豪，堪称世界上最豪华、最著名的饭店。早在1931年，希尔顿第一次在报刊上看到这座刚落成的大饭店的照片时，就为之倾倒。他把这张照片剪下来，在它下面写上“饭店中的佼佼者”这几个字。当时他正处于极度困难的境地，但始终将这张照片揣在皮包里或压在办公桌的玻璃板底下。这是他梦寐以求的理想之物，他发誓一定要弄到手。经过前后18年的努力，希尔顿终于如愿以偿。在1949年10月12日那天，这家饭店终于属于他所有了。庆祝晚宴后，希尔顿站在华尔道夫饭店的天井里，仰望耸入云霄的大厦，沉浸于忘我的境地。抚今忆昔，他彻夜未眠，不知不觉地站到了天明。难怪希尔顿后来提起这件事，总是感慨地说：“收买‘华尔道夫’，是我生命中的一个转折点。”

1954年10月，希尔顿再接再厉，用1.1亿美元的巨资买下了有“世界旅馆皇帝”美称的“斯塔特拉旅馆系列”，这是一个拥有10家一流饭店的连锁旅馆。希尔顿成功地做成这笔交易，是旅馆业历史上最大的一次兼并，也是当时世界上耗资最大的一宗不动产买卖。

四、国际化的进程

希尔顿实现了他独霸旅馆业的美梦，成了名副其实的美国旅馆业大王。这时，他的目光已超出了美国，而放眼世界旅馆事业，成立了国际希尔顿旅馆有限公司，将他的旅馆王国扩展到世界各地。上个世纪40年代，希尔顿创办第一家欧洲国际旅馆位于西班牙的卡斯提兰那希尔顿旅馆，开始了国际化经营的征程；1955年，在伊斯坦布尔建立一家旅馆；1956年在墨西哥市的大陆希尔顿揭幕，以

后，在马德里、波多黎各、哈瓦那、柏林、蒙特利尔、开罗、伦敦、东京、罗马、雅典、曼谷、香港……一座座希尔顿饭店巍然耸立。“希尔顿”已遍布全球，除南极之外，几乎各地都有。希尔顿的事业跃上了新的巅峰，成了世界旅馆之王。

希尔顿到了晚年，仍然马不停蹄地为实现他的梦想而奔忙着。1979年，这位92岁的旅馆大王病逝于美国加州圣摩尼卡。他所创建的“希尔顿旅馆帝国”，则由他的次子巴伦·希尔顿继承和进一步地发展。

一、结合案例说明并购的概念及类型？

二、结合案例讨论希尔顿并购的类型？并购对于企业发展的重要作用？

答题要点

一、资本经营的概念

1. 资本经营的概念：是指以资本增值最大化为根本目的，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。

2. 类型：

- (1) 资本扩张
- (2) 资本收缩
- (3) 资产重组
- (4) 租赁经营和托管经营
- (5) 无形资本经营
- (6) 知识资本经营

二、结合案例讨论希尔顿并购的类型？并购对于企业发展的重要作用？

- (1) 希尔顿并购的类型属于横向并购，主要是同类企业为扩大规模而进行的并购。
- (2) 并购使企业发展初期典型的扩张方式。这种并购的优点是可以发挥管理上的协同效应，迅速扩大生产经营规模，实现低成本扩张，节约共同费用，形成集约化经营，产生规模效益。

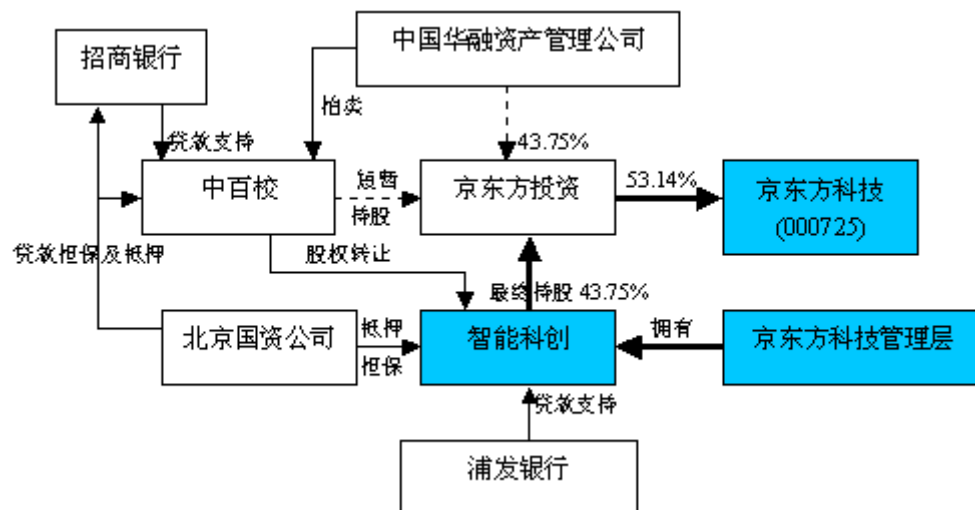
中百校对京东方的收购



2004年5月29日，京东方科技集团股份有限公司（000725，以下简称京东方科技）发布公告，其第一大股东京东方投资股份有限公司（以下简称京东方投资）的股东发生变更，北京智能科创技术开发有限公司（以下简称智能科创）自中关村百校信息有限公司（以下简称中百校）手中受让原由中国华融资产管理有限公司（以下简称华融）持有的京东方投资的43.75%股权，成为京东方投资的第二大股东。至此，名不见经传的智能科创一举间接持有上市公司京东方科技

收购过程

2004年1月12日，中百校完成将持有的京东方投资的股权过户给智能科创的工商变更手续。事实上，交易到此并没有结束。作为一个注册资本只有300万且没有任何实质实业产生利润的智能科创如何获得资金来完成此次收购呢？这是此次交易的又一迷局。在与中百校完成股权过户手续后，智能科创即向浦发银行提出了1亿元的贷款申请，双方在签署《贷款协议》和《股权质押协议》的同时，北京国资公司又一次出手援助，就先前与智能科创签署的《股权质押协议》，再次与智能科创签署了一份《解除股权质押协议》，在智能科创收到浦发银行的贷款后，将其支付给中百校，然后由中百校支付给它的贷款行——招商银行。交易到此才算全部完成。不难看出，这京东方的这次MBO中，招商银行、浦发银行、北京国资公司在其中起了决定性的作用，没有他们的帮助，京东方不可能在短短半年不到的时间里将交易顺利完成。



1、MBO 在中国一直是个比较敏感的话题，最重要的原因就是内部人控制问题。

首先，MBO 产生的动因有根本的不同。在 MBO 起源的欧美等国，它的出现主要解决公司股权过分分散造成的代理成本问题。而中国的 MBO 根本的动因在于它能够满足中国产权改革中少数人的利益需

求，成为中国完成产权改革的工具之一。

其次，中国的 MBO 与欧美国家的 MBO 在实施效果上也有很大差异。欧美国家的公司经过管理层收购（MBO）后，公司股权分配将会重新洗牌，原来的大多数公众公司（上市公司）往往会因此而下市，从而解决股权过分分散造成的投资者与管理者之间的代理问题。而对于中国实施 MBO 的公司，其整体的股权并没有很大改变，只不过一部分股权由一个利益主体转移到另一个利益主体，在公司治理结构上并没有很大改观。据国内一些学者的研究，中国实施 MBO 的公司，在这前后，公司的经营状况并没有出现明显改善。MBO 的实施只是保障和实现了一小部分人的利益。

2、在中国现有股权结构和投融资环境下，管理者收购（MBO）如何才能保证中小投资者的利益？

首先，从监管体系上来说，监管部门除了要保证一个合理的资产定价外，对于涉及上市公司的管理层收购，是否可以考虑设定收购的最低股权比例，比如 30%。即管理层收购的标的股权只有达到这一底线以上，才可以进行。这样，就可以避免一方面管理层要收购，另一方面为了回避监管，想方设法回避要约收购底线，从而使中小投资者在管理层收购中只是处于被动接受的、利益得不到保障的局面。

其次，投融资体制的改革也是保障中国管理层收购（MBO）能够以更透明、更公平的方式进行的关键因素之一。

一、MBO 在我国目前对于经济发展有什么作用？

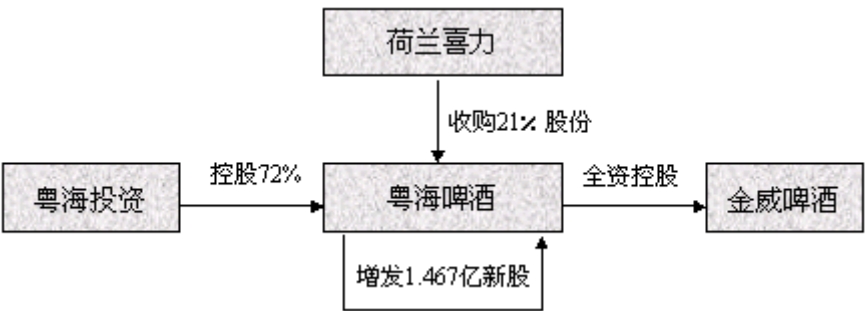
二、除此之外，还有没有更好的更能够激励管理者的措施？

答题要点

1. 主要作用：能够起到激励管理者的作用，但目前还普遍存在收购价格偏低，收购人的资金来源不明等问题；

2. 还可以考虑期权、期股激励。

啤酒业的战略联盟



11 月 20 日，粤海啤酒集团有限公司及其母公司粤海投资有限公司与荷兰喜力啤酒集团(Heineken)签订协议，以每股 1.85 港元的价格出让粤海啤酒 21% 的股份。双方此次的收购交易是采用增发新股的方式，粤海将增发 1.467 亿新股。喜力将合计购入粤海啤酒 21% 的权益，其中旧股及新股各占一半，初步估计该项交易金额将达 5.8 亿元。



金威借“力”发展

粤海啤酒集团有限公司于 1997 年在香港联交所上市，是粤海投资有限公司所拥有 72% 的附属公司。而深圳金威啤酒有限公司成立于 1986 年，是粤海啤酒的主要附属公司，也是其核心企业。

自从成立以来，金威一直把自己的市场定位在粤港范围，取得了相当不错的成绩，特别在深圳市场多年雄踞首位，并在 2002 年一举超过青岛啤酒成为在香港市场上最大的国内啤酒供应商。但金威毕竟只是一个区域性品牌，而作为其在整个国内对手，华润、青岛啤酒和燕京啤酒三个全国性的巨头已经对广东这块市场虎视眈眈，形成了合围之势。同时，同处广东境内的珠江啤酒也结盟比利时的英特布鲁啤酒集团，从区域内部给了金威极大的压力。因此无论是想走向全国乃至世界市场，还是偏安一隅守住地方品牌的位置，金威面对竞争的白热化做出积极的反应已经是刻不容缓了。

金威的董事长叶旭全曾经指出中国啤酒企业在争夺国内第一把交椅时一哄而上、盲目做大的不理智行为，他给金威定下的目标是不求最大但求最强。然而对于竞争如此激烈的国内市场来说，尽管规模并不是啤酒企业做大做强的唯一要素，但规模水平偏小却往往是对企业发展的重要制约。世界最大的啤酒生产商美国 AB 公司年产量为 1400 万吨，位居第二的 SABMiller 公司也有 700 万吨，即便在国内来看华润、青岛和燕京的年产量也都超过了百万吨。而金威虽然凭借其先进的技术和营销能力使其利润率远远超过国内平均水平，但年 60 万吨的生产能力显然将金威约束在了一个极为不利的地位。此番出售股权给喜力，显然金威意在借助这位世界排名第三的啤酒巨头的资金、技术和影响力来增强自身的竞争力，并创造出发展机会。更重要的是交易完成后金威仍处于绝对控股地位，这在一定程度上保证了金威发展的自主性。

喜力助“威”自保

作为一家有着 140 年悠久历史的啤酒集团，喜力目前在世界啤酒商中排名第三，约占有世界啤酒市场 7% 的份额。与其他巨头有着明显不同的是，喜力是一家真正意义上的世界性企业，利润来自于世界各地的市场。虽然市场的分散性有助于避免地区性的风险，但在如今世界啤酒市场整体趋于饱和、有的甚至正在萎缩的情况下，喜力在各地同当地老大的竞争中毫无优势可言。而目前的世界啤酒行业的形势是各大巨头涌向中国争夺国内市场，而喜力在这一步上也落在了后头。

2002 年，中国啤酒已经以 2387 万吨的消费量超过美国而名列世界第一，但人均年饮用量只有 16 升左右，与欧美啤酒发达国家 100 多升的人均年消费量相差 6、7 倍。另一方面，国内啤酒企业产量小、市场占有率分散：全国啤酒厂家数百，单个企业年产量不到 10 万吨，三大啤酒企业年产量总和占全国总产量的比重不足 25%。再加上国有企业本身的制度约束、管理水平不高、设备利用效率低等普遍存在的弊病，这些都促成了外资对中国啤酒市场的趋之若鹜：AB 将其拥有的青岛啤酒的股份增持到 10%；SAB Miller 收购哈啤 29.64% 的股份，成为哈啤第一大股东；因特布鲁参股朱啤；嘉士伯也通过整体收购大理啤酒和昆明华狮啤酒而拥有了云南啤酒市场的半壁江山。

无论哪个行业，从一个新兴市场发展为一个成熟市场的过程都是一个竞争参与者不断被吞噬、幸存者不断壮大的过程，而结果往往都是少数几个大企业对该市场的联合垄断。如今的国内市场上，喜力与金威可以说是同命相连，双方在竞争的逼迫下走到了一起，必将在稳住各自阵脚的前提下不断创新，才能在群雄逐鹿的环境下谋得一席之地。

一、战略联盟是哪些企业的资本经营战略？

二、战略联盟对于企业有什么意义？

答题要点

一、优而无势企业比较适合采用这种资本经营战略

二、意义在于：可以迅速扩大企业的市场竞争力，取得市场地位。

上市公司股份回购问题——云天化、申能公司的股份回购案例分析



股份回购又称股票回购，是指上市公司通过一定的手段从股票市场上购回本公司公开发行在外的部分股份的行为。股份回购既是一项重要的股利政策，也是完善公司治理结构、优化企业资本结构的重要方法。本文将结合云天化、申能股份对我国上市公司股份回购的有关问题进行一些探讨。

一、股份回购的意义与作用

在国外成熟的资本市场上，股份回购现象非常普遍，许多公司利用这种手段来改善公司资本结构、稳定公司股价和提高剩余资金利润率，甚至当作反收购的重要手段。而在我国，股票回购尚属新生事物。1999年4月1日和10月18日，云天化和申能股份两家上市公司分别发布公告，宣布购回本公司控股股东所持的部分国有法人股，其具体数额分别为2亿股和10亿股，开创了我国股份回购的先河。云天化和申能股份回购国有法人股的行为对我国证券市场的完善和上市公司的健康发展具有十分重要的现实意义。

1、改善股权结构，进一步完善公司治理结构

我国上市公司的股权结构通常都比较特殊且不合理，这主要表现为不能自由流通的国有股和法人股在公司总股本中所占比重过大。而流通股在总股本中所占比例过小。尤其在一些由国有大型企业改制的上市公司中，这种股权结构的不合理表现得更加突出。据统计，在公布1999年中报的深沪两市的上市公司中，国有股占总股本的比例超过50%的公司多达212家，占全部1002家公司的21.13%，特别是其中193家总股本超过4亿元的公司，国有股的比例更高，其中有6家公司的国有股达到或超过75%。这种不合理的股权结构带来的直接后果就是国有股处于绝对控股地位，公司的治理结构不健全，容易形成“内部人控制”，损害广大中小股东的利益，另外也在客观上刺激了股市的过度投机。而云天化和申能股份这两家上市公司所采取的回购并注销国有股的做法无疑为国有股减持提供了比较好的思路。首先，公司将回购的国有股进行注销而不是对外转让，不会导致新股东加入公司，这显然对公司的老股东是有利的。其次，股票回购虽然也需要得到证监会的批准，但相对于配售来讲其限制条件比较宽松，因此更易于存在类似情况的上市公司解决国有股的减持问题。第三，也是最重要的一点，通过回购国有股的确可以改善上市公司的股权结构。例如，申能股份回购成功则可以使其国有股占公司总股本的比例由80.25%降至68.16%。公司股权结构的改善必然使公司的治理结构趋于完善，从而在一定程度上解决上市公司的内部人控制问题，抑制股市的过度投机行为。

2、提高公司的投资价值，保护公司各股东的合法利益

从公司自身来讲，云天化和申能股份回购国有股并将其注销可以改善公司的财务指标，减轻公司的运营压力，提高市场对公司的认同度，有利于公司的长远发展。首先，注销一部分国有股可以减轻公司的分红压力，减少用于股利支付的现金支出，有利于公司将来财务决策的制订和实施。回购成功后，云天化和申能股份的总股本分别只占回购前总股本的 64.80% 和 62.02%。虽然股份回购现在可能会带来大额的现金支付，但从长远来看，这两家公司在将来每年由于减少股利支付而增加的现金净流量都比较可观。其次，回购成功后，公司的净资产收益率会有明显提高，有利于公司在证券市场上树立良好的企业形象。成熟的资本市场通常将净资产收益率作为考察上市公司盈利水平和公司发展潜力的主要指标。回购成功后，申能股份 1999 年中期每股净资产收益率从 6.45% 增至 10.32%。公司盈利能力指标的改善有助于体现公司内在价值的提高，为将来进一步配股融资发行新股的价格定位提供了空间，从而降低公司权益资金的融资成本，加强公司的融资能力和资本运作能力。

3、提高公司的资产负债率，优化企业资本结构

一般认为，负债资本能够发挥税负作用，降低企业的资金成本。在进行股票回购以前，云天化和申能股份的资产负债率都较低，具有充分的债务融资空间。回购成功后，其资产负债率分别提高为 49.01% 和 50.49%，才刚刚达到沪市上市企业的平均负债水平，不会对公司造成太大的负面影响。负债比重的适度增大一方面可以降低公司的资金成本，增强资本运营能力，另一方面又提高了公司还本付息的风险，促使公司的管理人员在决策时更加谨慎，有利于公司资金使用效益的提高。

二、两侧股份回购的法律依据与操作特点

我国《公司法》第 149 条规定，“公司不得收购本公司股票，但为减少公司资本而注销股份或与持有本公司股票的其它公司合并时除外。”云天化和申能股份进行股票回购都是为了注销国有股，改善公司的股权结构。因此，公司进行股票回购的目的符合国家的相关法律规定，回购行为容易得到政府管理机关的支持和批准。

西方成熟的资本市场上的股票回购可以通过公开市场收购、现金回购要约、可转让出售权、私下协议批量收购和交换要约等方式来进行，具有较大的选择余地。而在我国，股票回购尚属新生事物，没有成熟的经验可以参考。1997 年底颁布的《上市公司章程指引》原则性地规定回购的方式有三种：一是向全体股东按照相同比例发出回购要约；二是通过公开交易方式购回；三是法律、行政法规和国务院证券主管部门批准的其它情形，而对于所谓的“其它情形”应包括哪些内容并没有明确的解释。因此我国的相关法规对于企业股份回购的实际运作也没有实质性指导意义。

云天化和申能股份这次所进行的股份回购都是只面向国有股股东，因此无法采用向全体股东发出回购要约的方式。另外，因为这两家公司欲购回的股票都是非流通的国有法人股，所以公开交易的回购方式同样行不通。在这种情况下，这两家公司都采用了与其国有股股东进行协商确定回购价格和回购数量的方式。云天化和申能股份的这种运作方式充分考虑了在我国现有经济条件下上市公司与其国有控股股东之间的特殊关系，无疑为我国今后的股票回购方式的选择提供了宝贵的经验，同时也为现有法规尚不明确的规定提供了某种新的可行性的解释。

云天化和申能股份这两家上市公司都是根据本公司的净资产来确定股票回购价格的。云天化 1999 年 4 月份发布回购公告，因此公司根据 1998 年年报公布的每股净资产将回购价格确定为 201 元；而 1999 年 10 月份发布回购公告的申能股份则把 1999 年中报所公布的经调整后的每股净资产 2.51 元确定为回购价格。这种回购价格的确定方法充分考虑了各方面的因素，比较适应我国现有的实际情况。首先，这两家公司回购的都是本公司无法上市流通的国有法人股，而二级市场上的股价只是市场基于现有的流通股对公司价值所做的评定，考虑到国有股在现有公司股权结构中所占比重的特殊性，按流通股股价来确定回购价格显然缺乏科学依据。其次，净资产是国有法人股股东应享有的股东权益，出于国有资产保值增值的目的，国家规定国有股权的转让不能低于其净资产，这就决定了公司的回购价格只能大于或等于每股净资产。而在实际操作中，如何确定恰当的溢价幅度比较困难。考虑到我国国有企业改制上市时通常存在资产价值高估的问题，云天化和申能股份这两家公司按每股净资产来确定

股票回购价格还是比较合理的。第三，在发布回购公告时，云天化和申能股份这两家公司在二级市场上的股价都在 12 元左右，远远高于公司的股票回购价，从这个角度来讲，也不存在定价过高，侵害社会股东利益的情况。

三、两例股份回购的不足与改进意见

鉴于我国目前的经济环境比较特殊，作为一种尝试，云天化和申能股份的股票回购行为还存在许多不足。

1、现有的回购行为不能完全解决公司的股权结构问题

云天化和申能股份这两家公司在申明股票回购的目的时都明确提出要改善公司现有的股权结构，完善公司的法人治理机制。股份回购后，国有法人股在这两家上市公司的股权结构中所占的比重确实会有较大的降低，但仍分别达到 72.84% 和 68.16%，继续处于绝对的控股地位。这显然无法充分满足改善公司股权结构、健全法人治理机制的要求。

2、用于股民回购的现金支出数额较大，可能会给公司带来一定的财务风险

云天化用于股票回购的现金支出将达到 4.02 亿元，通过分析公司 1998 年的财务报告，我们可以发现此次的股票回购行为存在着一定的财务风险。表面看来，公司 1998 年底的货币资金和短期投资总额为 4.4 亿元，流动比率和速动比率也分别达到 2.64 和 2.37，具有良好的短期偿债能力。但是，云天化 1998 年可供分配的利润只有 2.65 亿元，显然单纯依靠公司的赢利是不能满足回购资金需要的。另外，公司 1998 年的现金净流量为一 1.51 亿元，其中，经营活动产生的现金流量为 1.46 亿元，投资活动产生的现金流量为一 2.9 亿元。所以，单纯就现金流量而言，公司自身通过运营创造现金流入的能力尚不能满足基本建设的需要。在这种条件下，云天化一次性支付 4.2 亿元的巨额现金用于股票回购，不可避免会对企业的正常运营带来一定的影响，隐藏着资金周转困难的风险。申能股份也存在着类似的问题。

3、股份回购存在损害中小股东合法权益的嫌疑

云天化上市前的股东权益总额为 4.73 亿元，股本 4.68 亿。1997 年 6 月按每股 6.21 元发行 1 亿股公众股，募集资金总额 6.07 亿元，每股净值摊薄为 1.9 元。因此云天化集团以 4.73 亿元的投入获取了上市公司 4.68 亿元的股本，并取得了对上市公司的绝对控制权。

云天化 1997 年上市时在招股说明书中曾承诺利用 6.07 亿元募股资金建设 12 个投资项目，但根据公司 1998 年的财务报告，投入建设的项目只有 8 个，投入资金只有 1.4 亿元。这显然与公司的招股承诺不符。

云天化 1997 年度的分配方案为每 10 股派现金 1.70 元，仅此一项云天化集团就获税前股利 8000 万元。如果此次股票回购，云天化集团又获得 4.02 亿元的现金收入。也就是说，短短的两年时间内，在不影响其控制权的情况下，通过其控股的上市公司，云天化集团获得了 4.82 亿元的现金收益。

通过上述分析，人们可能怀疑云天化的股票回购是否属于云天化集团通过上市公司套取现金收入，改善自身资产质量的一个步骤了。如果真是这样，那么云天化的中小股东权益显然受到了很大的伤害。

作为我国股市发展的新生事物，云天化和申能股份的股票回购行为存在的种种不足，归根结底在于实际操作中缺乏具体的法规依据，因此，如何通过法律法规规范股票回购，是促进我国股市良性发展的关键。对此，笔者认为应从下列几个方面入手：

1、应该规范公司股票回购的目的

我国的公司法规定，公司在为减少资本而注销股份或与持有本公司股票的其他公司合并时可以回购股票。从现有的情况来看，上述规定显然已经不能完全满足经济形势发展的需要。例如，美国和德国都规定公司可以回购股票以奖励有成就的经营者和公司员工，而在我国出于这种目的回购股票则是不允许的。现在，很多企业为了确保员工的行为与企业的长远利益相一致，纷纷以股票和股票期权作为激励手段。考虑到我国对职工股发行和上市流通的某些限制，上述激励手段尚不能发挥其应有的作用，企业在实际操作中也存在一些困难。因此，应该考虑允许企业通过股票回购持有库藏股份，用于

对员工的奖励，以便更好地促进经济发展。

2、应该对与股票回购实际操作有关的一系列相关问题作出明确规定

首先，应该明确股票回购的原则和条件。公司实施股票回购行为应该坚持“公平、公正、公开”的原则，特别应该注意保护债权人和中小股东的合法权益。公司在进行股票回购前应该公告，充分披露回购行为的相关内容，必须征得债权人的允许。考虑到我国目前的实际情况，公司实施股票回购在进行股东大会表决时，回购涉及的股东代表不能参加表决，以免大股东利用控股权侵害中小股东的利益。其次，对于股票回购的资格、回购价格的确定、回购比例及回购的最高限额和回购方式以及回购过程的信息披露都应作出明确的规定，使企业在操作中有章可循。

3、股份回购应与其他方式结合应用

目前情况下，股份回购还不能完全解决优化股权结构、调整负债水平、完善公司治理结构等问题。这就需要将股份回购与国有股份配售、企业内部资产重组、企业之间的兼并与收购等资本营运方式结合起来，才会取得比较理想的效果。

一、股份回购有什么作用？

二、企业为什么要进行股份回购？

三、请你继续追踪研究该上市公司，分析该公司股份回购以后发展状况？

答题要点

1. 可以优化股权结构

2. 企业进行股份回购，主要目的在于扩大股东的控制权

3. 请大家结合实际研究（从公司净资产收益率、资产负债率等方面分析）

正大集团的重组脱困



1997 年亚洲金融危机，正大集团难逃厄运，各项业务均遭受重创，大部分经营农业生产及贸易的公司业绩水平远远低于 1997 年之前。但是正大集团并没有卖掉困难公司，或关闭亏损工厂，取而代之的是一个精心策划的产权重组计划：从 1998 年到 2000 年 3 年间正大集团在集团内部进行了令人眼花缭乱的公司业务重组。

像亚洲大多数家族控制的企业集团一样，正大集团也是一个典型的金字塔架：

第一层是差拉瓦农家族，他们是集团最终控制者。

第二层则是该家族拥有的私营公司，包括正大集团有限公司、完美投资有限公司和帕克曼股份有限公司（这3个公司是正大集团真正的核心企业，直接或间接控制着集团内所有的私营和上市公司，下面我们统称这一层为正大集团）；

第三层包括数家公开上市的公司，有在泰国上市的正大食品、曼谷农工、曼谷产商、正大东北、电信亚洲和在香港上市的香港正大。

1921年，一对华人兄弟——谢易初、谢松辉移居泰国曼谷，两兄弟为自己起了一个泰国姓氏“差拉瓦农”。

差拉瓦农兄弟白手起家创建了正大庄菜籽行。经过80年的企业扩张，这家小型种子贸易公司已经成长为一个拥有200多家子公司的大型企业集团，附属公司遍布泰国、新加坡、印度尼西亚、菲律宾、美国、土耳其、葡萄牙等国和中国香港、台湾地区，其中很多公司在世界各地的证券交易所上市。

这家五大庄菜籽行成长为泰国最大的企业集团之一——正大集团。1998年，该集团拥有超过50亿美元的净资产。

在1997年亚洲金融危机后，正大集团内部进行了两次重组，二者都是围绕集团旗舰企业——泰国上市公司——正大食品而展开的。

一、正大食品1998年的重组

1998年以前，正大集团拥有4个在泰国证券交易所上市的经营农业的公司，它们是正大饲料（1999年更名为正大食品）、曼谷农工、曼谷产商和正大东北。

正大食品的前身正大饲料建立于1978年，1988年在泰国证券交易所上市，1994年，成长为正大集团在泰国农业领域的旗舰企业。

正大集团直接拥有正大食品33%的股份、曼谷农工29.6%的股份、曼谷产商67.9%的股份和正大东北33.5%的股份。另外，正大集团在泰国还全资拥有9个经营农业的私营公司，它们是曼谷饲料、正大工业、曼谷畜牧、曼谷农业、正大农工、曼谷饮料产品、拉查查乐饲料、正大食物产品和正大食品出口。另一方面，五大食品也拥有曼谷农工59.8%的股份、曼谷产商4.2%的股份、正大东北56.7%的股份和美国正大36%的股份，而香港正大也拥有正大食品19.2%的股份。

1998年6月8日，正大集团在泰国的核心企业正大集团有限公司发表了一个重组计划，希望将集团在泰国国内所有的农业和水产养殖业的业务集中整合于上市公司正大食品旗下。如正大集团有限公司的公司声明所述，重组的目的是，使整个集团的农业业务集中于一个上市公司，以顺应正大食品的公司战略：专心投资于主营业务。

正大集团有限公司强调该次业务整合是为了对付经济衰退，公司继续其战略，就是生产高附加值产品，如加工食品。扩大后的正大食品将经营三大块业务：畜牧与屠宰、动物饲料产品和名牌产品“黑虎虾”。

重组将分成三部分：

1. 正大食品向曼谷农工、曼谷产商和正大东北的全体股东发出收购要约，用正大食品发行的新股替换他们原来持有的各公司股份。
2. 正大食品向正大集团发行5,000万股认股权证，总价值10亿泰铢，占正大食品扩股以后资本金的18.32%。
3. 正大食品向正大集团购买其全资控股的9个私营公司，正大集团同意与正大食品签署非竞争协议，正大集团授予正大食品“正大”品牌在泰国的独家使用权。为此，正大食品向五大集团支付40亿泰铢。

为了筹措重组资金，正大食品新发行1.535亿股新股，使其已发行总股数由1.2亿股增至2.735亿股。新发1.535亿股股票中，4,350万股被用来替换曼谷农工、曼谷产商和正大东北的股票，从而全盘收购这3个公司。

正大食品提出的建议股票交换率为：每股正大食品股票换0.885股（54/61股）曼谷农工股票，每股正大食品股票换2.455股（54/22股）曼谷产商的股票，每股正大食品股票换2股（54/27股）正大东北的

股票。

正大集团在重组之前拥有的曼谷农工股票 (888 万股)、曼谷产商股票 (4, 076 万股) 和正大东北的股票 (1, 005 万股) 将被置换为 3, 160 万股正大食品新股, 剩下的 1, 190 万股新发正大食品股票将用来替换中小股东手中拥有的曼谷农工、曼谷产商和正大东北的股票。

重组后, 正大食品拥有的曼谷农工、曼谷产商和正大东北的股权将分别提高到 89. 4% (59. 8%+29. 6%)、72. 1% (4. 2%+67. 9%) 和 90. 2% (56. 7%+33. 5%)。

引人注意的是, 重组前正大集团拥有 33% 正大食品股份, 为 3, 960 万股。重组交易使正大集团新获得的正大食品股票数为 5, 000 万股 (认股权证)。这样, 经过重组, 正大集团直接拥有的正大食品的股份上升至 44. 3%。

通过研究正大食品重组前后的合并财务报表, 我们知道, 是否如正大集团公司所声明的, 重组帮助正大集团有限公司对付经济衰退。

我们注意到正大食品的业绩在重组以后 (1998 年和 1999 年) 有显著提高, 因为总资产回报率和净资产回报率都有提高, 甚至是重组前后 5 年中的最好表现。

另一点值得思考的是, 1998 年净资产收益率提高到 27. 4%, 而股息支付率却暂时降低, 而后来 1999 年净资产收益率由 27. 4% 降到 16. 7% 时, 股息支付率却反弹至原来水平。我们认为这是正大食品管理层的一个正确决定, 虽然项目的净资产收益率有所下降, 他们仍然把收益中的更多部分支付给股东。

我们得出结论, 在此次重组中, 尽管集团重组涉及私有资产从控股家族 (正大集团) 到上市公司 (正大食品) 的转移, 没有证据能证明正大集团剥削中小股东的利益, 反之, 重组更像是一个“内部资本市场”的优秀范例。就是说, 正大集团有限公司通过杠杆性收购, 帮助集团内处于困境的附属公司转危为安。结果是, 集团内所有公司业绩都有提高, 没有一方受损。

二、正大食品兼并美国正大

1998 年集团重组以后, 正大食品的业绩逐年提高, 股价也节节上升, 从 1998 年的 20 铢升至 2000 年 4 月的 80 铢的高价。在此期间, 关于正大食品, 没有什么重大的事件发生。

2000 年 7 月, 正大食品突然宣布兼并正大集团下属的美国工大。更有趣的是, 这次兼并与 1998 年的重组十分类似, 当正大食品宣布声明时, 美国正大正好身陷困境, 而正大集团是美国正大的最大股东 (拥有其 64% 的股份)。

美国正大是正大集团 (占 64%) 和正大食品 (占 36%) 于 1998 年共同投资的私营公司, 经营家禽饲养业务。美国正大的业绩水平十分差, 仅 1998 年和 1999 年即分别损失 500 万美元和 2, 100 万美元, 2000 年的头 5 个月, 公司竟然亏损 1, 100 万美元。

2000 年 7 月, 正大食品宣布向美国正大注入 1, 800 万美元现金, 购买正大集团持有的大部分股份来兼并美国正大。交易过后, 正大食品拥有的美国正大股份从 36% 升至 96. 3%。

据正大食品的公司发言人所说, 公司管理层发现了正大食品和美国正大的业务协同作用, 兼并是正大集团重组的一部分。他指出, 正大食品是以非常低的价格购得美国正大的。

但是, 投资者似乎并不赞同这次兼并, 正大食品的股价在一周内陡降 21%, 从 49. 5 铢降至 39. 5 铢。媒体认为正大食品的管理层没有正确对待投资者的预期, 分析家说, “如果公司不重视中小股东的权益, 那只会遭到市场的重击。”

市场对这次兼并的反应, 似乎说明了这次兼并损害了正大食品中小股东的利益。但仅凭这一点无法得出上述结论, 我们还需要美国正大的财务数据来进一步说明。可是, 美国正大是私营公司, 无法得到相关资料。

虽然正大食品的股价在兼并消息宣布以后重挫 21% 但一个月后股价反弹至原来水平。兼并发生之后正大食品股票的累计超额收益率, 该比率在 2000 年 8 月回到正常水平。这也说明, 投资者后来发现兼并不像他们预期的那么坏。

假设兼并是通过增发新股实现的: 正大食品增发新股来并购美国正大, 没有直接现金买入正大集

团或其控股家族。这样，股价在仅仅一个月内就反弹至原来水平。这一次，正大集团又是故伎重演，同 1998 年一样，帮助集团内亏损公司脱离困境。

一、结合案例说明资产重组有哪些具体方式？

二、结合案例说明，资产重组有哪些作用？

解答

一、结合案例说明资产重组的具体方式：

企业的资产重组形式千姿百态，市场经济也在不断地创造出新的重组形式。我们可以从不同角度为资产重组进行大致的归类。

（一）通过单纯的资产结构变动的角度，可以把资产重组分为产品型重组、资本流动型重组和混合型重组

1、产品型重组

产品型重组是指企业在开展产品经营的过程中，在维持现有资产结构的情况下，为增加产品的竞争力和市场占有率，所进行的调整资产分布的过程。产品型重组是市场经济中历史最悠久的重组形式。企业建立新的生产车间、转产、改变销售网络布局等，都属于产品型重组的内容。

2、资本流动型重组

资本流动型重组是指资本所有者通过对资本市场的分析、判断，做出通过并购或出售等方式改变参与企业的程度的决定，并由此引起的资产重组。马克思主义经济理论认为，资本是能够带来剩余价值的价值。资本只有在流动中才能实现增值。当资本所有者决定改变自己的资本在相应企业中的存在方式时，资产的组合方式也会相应改变。

3、混合型重组

在现代社会，通过产品经营与通过资本流动实现竞争优势和利润的获取，是难分高下的两种不同手段。因此，现实生活中的企业往往会同时运用这两种手段，从而使资产重组呈现出混合型的特征。

从上面案例中，我们可以看到，正大集团的重组，属于混合型重组。

（二）按重组的推动力量即重组主体来划分，资产重组可分为行政型重组和市场型重组。1、行政型重组

行政型重组是指政府以资产所有者和经济调节者的双重身份，运用行政手段，通过行政划拨的方式对企业产权进行的重新整合行为。这种资产重组方式是同一资本所有者（政府）自身的资产整合行为，不需经过市场运作。其优点是迅速、快捷，交易成本较低，其缺点是通过行政手段进行的重组往往存在盲目倾向，乱点鸳鸯，容易使企业求取竞争优势的重组行为收获竞争劣势的恶果。

2、市场型重组

市场型重组是指资产重组的运作者在公开市场上，按照市场规则，自愿进行的资产重组行为。市场型重组也可能存在盲目行为，主要原因是我们的企业家现在还不太习惯资产重组，或者因为追求自身的荣誉而刻意把企业做大等等。但是，随着市场经济的日趋完善，企业家队伍的不断成熟，委托代理机制的健全，市场型重组必将取代行政型重组而成为资产重组的主体形式。

从目前看，中国企业的资产重组采取的是行政型重组与市场型重组齐头并进的方式。一方面，政府往往作为单独的重组主体，出面直接组织。另一方面，企业也在积极通过资产重组，提高资源利用效率。由政府推动的重组扩张的优点，是见效快、交易成本低等，表现得确实很明显。但是，如果不是在石化、钢铁等这种国家投资大、产业关联度高的企业，由企业推动的重组扩张，其优越性明显更多。这种重组的速度肯定较慢，但更加稳妥。市场竞争中的企业不应以规模为目标，而应以利润为目标。企业的长期利润不仅取决于资产，更取决于人才、管理、技术创新、企业文化等多方面因素。

从上面案例中，我们可以看到，正大集团的重组，属于市场型重组。

(三)从具体操作角度看,资产重组可以分为以下形式:拍卖、出售、划转、置换、破产等。

1、拍卖

拍卖是企业产权所有者(出资者)与产权需求者双方在产权交易市场通过集中竞价形式,使产权由所有者向需求者有偿转让的方式。其突出特征是强调产权转让的公开性和竞争性,具有较强的公平性。

拍卖是企业整体产权有偿转让的途径。拍卖对象目前主要是小型国有企业,尤其是小型微利、亏损企业,当然也不排除一些中型亏损企业。从实践来看,由于拍卖对象是亏损企业,对购买者缺乏诱惑,同时,企业整体产权具有非标准化特征。因此拍卖形式虽然存在,但并不常见。从拍卖市场、产权市场来看,拍卖的多是部分企业法人财产权,例如国有企业闲置资产的拍卖,厂房、土地使用权的拍卖等,并不是企业出资者产权的拍卖。一宗整体产权拍卖在市场上有多个购买者集中竞价,产权转让价格的确定具有明显的竞争性、公开性、公平性,透明度高,能够最大限度地提高国有产权转让收益,防止产权重组与流动中的国有资产流失,因此,从今后的发展方向来看,拍卖无疑应成为国有产权重组的一种主要方式。

2、出售

出售既可以是企业整体产权重组的途径,也可以是企业部分产权重组的途径。从企业产权出售价格的确定来看,有两种方式,一是集中竞价,二是协议定价。集中竞价交易又有两种情况,一是企业整体产权在产权市场上集中竞价交易,二是企业部分产权主要是上市公司股权在证券市场上集中竞价交易,前者称之为拍卖。由于拍卖具有的突出特征,我们已经习惯上把它作为企业产权重组与流动的一种方式而与出售方式并列,但实际上,拍卖只是出售的一种实现方式。

3、划转

划转即行政划转,它是指政府依靠行政手段改变企业产权在部门之间、地区之间、不同政府级次之间的行政隶属关系。划转也是政府采取无偿形式在国有经济内部进行整体产权重组的方式。它可以比较便捷地调整中央与地方之间、地方各级政府之间、部门之间、地区之间的产权关系。正确地运用行政划转,能够有效地调整国有经济的企业规模结构和产业产品结构,尽快解决国有企业规模普遍偏小、产业产品结构不尽合理和规模效益、缺乏市场竞争力的矛盾,把分散在各处的优势集中起来,组建大型企业和企业集团,发展高新技术产业,走规模化经营的道路。

4、置换

所谓置换,是指以公司之外的优质资产注入公司,并置换出公司原有的劣质资产,以保持公司是一个由优质资产组成的组合。从证券市场上发生的上市公司公布的置换方案来看,绝大多数上市公司的置换都发生在上市公司与其母公司(集团公司)之间。一般来说,上市公司将其不良资产或劣质资产出售或法人股协议转让给母公司,再由母公司将集团内的其他优质资产注入上市公司。上市公司资产置换的目的一般是调整资产结构,提高资产质量,加强主营业务,或者是调整企业主营业务方向。

5、破产

破产是指债务人不能清偿到期债务,经债权人或债务人申请,法院审理,依法将债务人的全部财产按照清偿顺序公平地进行分配的制度。破产是市场经济中优胜劣汰的机制,有了这种机制,就有助于提高国民经济的整体运营效率。破产作为产权重组与流动的特殊方式,往往要借助拍卖、出售方式来实现破产财产的转让。

上市公司托管经营信息披露问题分析

近年来,托管经营逐渐成为上市公司经营运作的重要方式之一,既有将自己的资产委托给他人经营管理的,也有接受委托,经营管理他人资产的。目前,上市公司发生的托管经营事项属于后一种形式的较多。从1999年报来看,托管经营短期效用是托管收入直接成为部分上市公司的主要利润来源,支撑了经营业绩;从间接的、长期的作用看,托管经营使公司的产业结构发生了改变,甚至为将来的

主营转向、资产重组做好了铺垫。基于此，上市公司对托管经营的信息披露不仅必要，而且需要进一步强化。

托管受垂青 原因各不同

一些上市公司为了增强主营实力，先托管经营关联企业的相关资产，在时机成熟时，通过配股或其他方式将这部分资产吸收进来，扩大了主营规模。如东风药业 1998 年 9 月受控股股东江中制药集团委托，全权经营其下属江中制药厂的片剂生产线及相关资产。从近两年经营情况来看，这项托管经营加速了公司产品结构的调整，保持了业绩平稳增长。1999 年 10 月，这部分委托资产按计划通过配股方式注入公司，进一步增强了公司的盈利能力。再如石油龙昌受托经营中国石油天然气管道局所属秦京输油管线，由此产生的收益成为公司近两年主营收入的主要来源，由于收购这部分资产的计划目前无进展，公司又续签了一年托管协议，可见公司对这部分资产的青睐。

有的公司在资产重组后，采用托管经营方式逐步调整主营方向。如三九生化借助受托经营三九集团下属的三顺药业，使产品结构向高新技术产品转移，逐步扩大了公司生物制药业的规模。有的公司通过重组吸收了跨行业的资产，但由于尚不具备相关的生产经营经验，暂时委托他人经营，不失为一种权宜之计。如 ST 高斯达脱胎于从事百货业的东北华联，虽然于 1998 年 12 月购买了第一大股东高斯达药业“苕必妥”、“金葡液”的独家生产权、专有技术及相关资产，但 1999 年中仍将这部分资产委托给高斯达药业经营，收取托管利润。

也有的公司在年末签订托管经营协议，由大股东向上市公司送了一份“厚礼”。1999 年 10 月北京新富投资公司在成为万里电池新任控股股东的同时，将下属的北京富安通信息技术公司委托给万里电池经营，1999 年 10 月 1 日至 2000 年 3 月 31 日北京新富投资每月按 200 万元支付托管费，从 2000 年 4 月 1 日至 2002 年 12 月 31 日万里电池收取富安通税后利润的 70% 作为托管收益。根据公司 2000 年 1 月发布的关于此项托管经营的补充公告可知，富安通 1999 年利润仅 186 万元；而万里电池 1999 年最后三个月取得的托管净收益达 565.5 万元，占净利润的 97%，虽然扣除托管收入等非经常性损益后的净利润仍亏损 1278 万元，但公司总体扭亏，并摘掉了 ST 帽子。

收费方式多 标准差异大

应该说，托管收益与托管资产效益直接挂钩的核算方法，更能调动受托企业积极性，发挥其经营管理优势。但实践中托管费的收取方式多种多样，标准也差别较大。有的是按托管资产总额的一定比例收取，如甘长风托管经营控股股东甘肃电子集团的 4 家下属企业，在托管期间这 4 家企业盈亏由委托方自身承担，公司只按托管资产总额的 5% 收取托管费用。有的托管费用则是“一口价”，如华意压缩 1998 年 2 月份托管控股股东华意电器总公司的电冰箱厂，原先协议规定华意压缩“按冰箱实现销售收入 2.5% 收取托管费用”，6 月份修改为“按 3000 万元 / 年收取托管费用”，1999 年公司继续托管经营电冰箱厂，并按 1500 万元 / 年收取托管经营费。而亿安科技 1999 年整体受托经营万燕多媒体，取得托管经营净利润占全年净利润的 59%，其托管损益分配方式比较详细：被托管资产年度未分配利润若低于 100 万元，则全部归亿安科技以外的其他股东享有；未分配利润若高于 100 万元，则按 10% 的资本报酬率优先分配给其他股东后，剩余部分全部归亿安科技所有；若被托管资产于托管期内发生亏损，先以次年度税前利润弥补，次年度税前利润仍未弥补完的部分，由亿安科技全额弥补；托管期内如被托管资产连续两年亏损，则托管经营自动终止，且累计亏损的 80% 由亿安科技承担。

披露内容应细 动态信息要快

由于目前上市公司发生的托管经营基本上都是与控股股东或关联企业达成的，因此属于关联交易，有关信息披露应该按照关联交易披露的规定进行。而由于托管收益的分配、托管费用的核算方法差别很大，因此，如果托管经营收入对上市公司利润影响重大，应该在报表附注中披露托管费用的定价政策、收付款方式及条件等，以方便报表使用者了解交易的实质、企业对关联方的依赖程度，从而正确理解企业的财务状况和经营成果。

重视托管协议的披露。最新的《年度报告的内容与格式》中要求上市公司若发生托管、承包、租

赁其他公司资产或其他公司托管、承包、租赁上市公司资产的事项，且该事项为上市公司带来的利润达到上市公司当年利润总额的10%以上（含10%）时，公司应详细披露有关合同的主要内容，如有关资产的情况、涉及的金额和期限等。同时还应披露该收益对上市公司的影响。因为只有将托管协议等披露清楚，年报信息才不至于对报表使用者产生误导。从1999年报披露的情况来看，一些上市公司没有完全按照这一要求披露托管经营事项，尤其对托管前有关资产的情况、托管收益对上市公司的影响披露得不够充分，影响了年报信息披露的透明度和有效性。

不仅托管资产的状况是动态的，而且托管经营中难免会出现变数。如沈阳机床1998年9月将所属事业部辽宁精密仪器厂的全部资产和债务移交沈阳东宇企业集团有限公司进行托管经营，托管期为三年。但由于沈阳东宇企业集团有限公司于2000年1月提前撤出托管，截至1999年末涉及托管期间双方的往来款项及费用约965万元未进行分摊，有关资产也未进行清算。这样一个半途夭折的托管，也许是各方始料不及的。因此，应该加强托管经营信息披露的及时性，让投资者对上市公司托管经营的状况做到阴晴早知道。

不仅托管资产的状况是动态的，而且托管经营中难免会出现变数。如沈阳机床1998年9月将所属事业部辽宁精密仪器厂的全部资产和债务移交沈阳东宇企业集团有限公司进行托管经营，托管期为三年。但由于沈阳东宇企业集团有限公司于2000年1月提前撤出托管，截至1999年末涉及托管期间双方的往来款项及费用约965万元未进行分摊，有关资产也未进行清算。这样一个半途夭折的托管，也许是各方始料不及的。因此，应该加强托管经营信息披露的及时性，让投资者对上市公司托管经营的状况做到阴晴早知道。

一、 结合案例说明托管经营的含义及类型？

二、 结合案例说明托管经营风险及需要解决的问题？

解答指导

一、 结合案例说明托管经营的含义及类型

1. 托管经营的含义：指企业产权的所有者或其代表，通过签订契约的法律形式。将企业的经营权委托给具有较强经营管理能力。并能承担相应经营风险的另一法人或自然人，进行有偿经营的经济行为。托管经营的主要特征是。企业在不涉及产权问题的前提下，以契约为链条，以改善经营为主要目标，建立起“委托代理”关系。这已经成为一条搞活我国企业的有效途径。

托管经营本质上属于一种信托关系，它只能在市场关系和信用关系高度发展的现代经济中存在。财产持有人由于缺乏经营管理能力，为了自己的或第三者的利益，将财产经营管理权依照法律程序交给具有信用资格的法人去进行经营管理。受托人则按照约定的条件在一定时期内返还全部财产及经营所得。同时也依照约定收取经营管理费用或对经营所得实行分成。受托方只收取托管费。或者享受部分利润分成，目标企业则是主要的受益者。这种作法经济意义在于，只要委托方将资产和利润作为主要的考核指标，对分享权益、共担风险作出合理而周详的安排，加强监督机制”就可以确保被托管企业资产的保值、增值。

2. 托管经营的类型：

- （1）按照托管内容分类：债权托管、股权托管、投资托管、资产托管、技术托管、供求托管、营销网络托管、物业托管；
- （2）按照托管经营的实体分类：整体托管、分层托管、部分托管、专项托管；
- （3）按照托管契约分类：委托运营式、抵押保证式。

二、 结合案例说明托管经营风险及需要解决的问题

- （1） 风险：变革上的风险、法律上的风险、经济上的风险

(2) 解决的问题：政策定位问题、法律定位问题、防止国有资产流失、警惕逃避债务式的企业托管经营、限定托管企业的范围、限定受托人的范围。

融资租赁案例解析循序渐进卡特彼勒的融资租赁战略



作为全球最大的重型机械供应商和财富 500 强企业，卡特彼勒在建筑机械、矿用设备、柴油和天然气发动机以及工业用燃气轮机生产方面处于国际领先地位。2003 年，公司全球销售额达 228 亿美元。这只国际巨鳄一直备受中国制造厂商及业内外人士的广泛关注：

1975 年，卡特彼勒向中国原石油部提供了 38 台吊管机，这是中美建交后美国重型机械制造商首次向中国出口产品。

1978 年，卡特彼勒成为最早在中国设立零部件仓库的制造商。随后不断拓展自己在华的业务领域。

2003 年，卡特彼勒欲并购中国最大的工程机械研发制造企业徐州工程机械集团。

2004 年 5 月，卡特彼勒将山东工程机械有限公司整体并购。

迄今，卡特彼勒已在中国徐州、天津、上海、北京、顺德、昆山等地建立了 10 个生产基地及相关机构。

然而，让业内人士更为惊讶的是另一则新闻：2004 年 4 月卡特彼勒（中国）融资租赁有限公司成立，并欲制定规范的二手市场标准和操作程序。此消息颇具深远意义。

首先，卡特彼勒（中国）融资租赁有限公司的成立意味着卡特彼勒决定在中国全面移植其全球化的分销代理商网络模式，融资租赁是为分销代理商服务的。卡特比勒的分销商从卡特彼勒购买产品，对产品拥有所有权和控制权，但是不得销售与卡特彼勒竞争的产品，以及其他工程机械制造商的非竞争性产品，从而一定程度上排斥了与卡特彼勒有竞争性企业的产品。在融资租赁业务启动之后，卡特彼勒能够利用当地货币为代理商和用户提供了融资选择，降低了用户融资租赁产品的成本，大大扩展了其销售渠道。

再次，卡特彼勒（中国）融资租赁有限公司的成立也意味着卡特彼勒进入并计划逐步控制中国建筑机械、矿用设备等二手设备市场。利用分销商网络，卡特彼勒（中国）融资租赁有限公司可随时了解客户需求并提供设备租赁；根据二手市场的变化，做好二手设备的回收处理，掌握公司新产品推出的时间、价格。

同时，卡特彼勒（中国）融资租赁有限公司欲和中国旧货业协会合作，制定一套规范的二手市场标准和操作程序，解决自己产品的二手销售，建立自身在二手设备市场的垄断地位。卡特彼勒的融资租赁战略正是从规范不起眼的二手市场开始入手，逐步控制租赁市场，进一步控制新品市场，最终实现其到 2010 年，成为中国市场上的土方、采矿设备，柴油和天然气发动机、涡轮机以及发电机组的最大供应商，全球销售额达到 300 亿美元的目标。

专家点评

融资租赁的风险控制关键在于物权的退出。但在二手市场尚未健全的时候，厂商对自己的二手设备进行控制，就是对风险的控制，同时还带来了翻新、维修保养服务等附加收益。

一、 结合案例讨论租赁经营的含义

二、 结合案例讨论租赁经营的作用

指导

一、结合案例讨论租赁经营的含义：是指在约定的时间内，企业之间由出租人收取租金并转让资产使用权的经营行为。

二、结合案例讨论租赁经营的作用：可以带来理财便利、可以避免经营风险、可以带来税收优惠、可以提高资源利用率、出租方可以得到投资赢利。

海尔的国际化经营



随着世界经济的一体化，中国已进入世界经济体系。走出国门，开展国际化经营，成为中国企业发展的必然趋势。然而，在这一趋势面前，我国多数企业正站在由国内经营迈向国际化经营的门槛上。

中国家电行业的排头兵——海尔集团，率先迈出了国际化经营的步伐，正驰骋在广阔的国际市场。短短几年，海尔（集团）已初步形成具有国际化雏形的企业集团，为中国企业国际化经营探索了一条成功之路。探究海尔成功的奥秘，借鉴海尔经营的谋略，无疑有助于推动中国企业走向世界。

拓宽思路——树立国际（化）市场竞争观念

在国内市场，海尔的光辉业绩早已令人瞩目，也足以使海尔人自豪。然而，在国门大开，市场一体，世界向中国扑面而来的今天，海尔感到的只是时代的挑战和历史的重任。面对市场的这种变化，海尔清醒地认识到，这意味着企业运行空间在延伸，竞争范围在扩大，竞争对手在增强。因此，企业的经营观念和经营战略必须适应这种变化。海尔审时度势，首先确立了“国际化思维，当地化行动”的思路，以世界市场为出发点，将全球市场作为自己发展的舞台。在此基础上，海尔牢牢树立起国际市场竞争的观念，确定了“创世界名牌”，“进入世界 500 强”这两位一体的全球战略目标。海尔要与世界强手竞争，要在国际市场谋取企业的利益，争取中国的地位。海尔总裁张瑞敏说：“时代要求我快一些，再快一些，因为洋品牌‘逼你没商量’”。海尔在抢时间，争空间，要在最短的时间实现海尔的目标，要最大限度扩大海尔在全球范围的生存空间。海尔把世纪之交的这场严峻挑战转化为企业自身发展的最佳机遇。

可见，以世界市场为出发点的远见卓识，鲜明主动的国际竞争观念是一个企业走出国门，开展国际化经营的关键，企业只有一切以国际市场为导向，才能改变企业多年形成的国内市场经营的思维定势和行为方式，从而从全球空间来运作企业，从世界范围来参与竞争，实现国际化经营。在这一点上，谁醒得早，谁的步伐就迈出得快。

冲刺名牌——以杰出品质享誉海内外

海尔精心策划，隆重推出的宣传主题是：“海尔，中国造。”对这一形象的塑造，张瑞敏解释说：“这就是要在世界上打响中国名牌，就是要通过海尔这个品牌让世人认识到中国产品有能力在世界上参与竞争，有能力进入世界名牌行列。”海尔就是这样从国际竞争的意义看待品牌经营，并着力实施

了出击中国名牌，冲刺世界名牌的战略。

在这一战略的实施中，海尔始终瞄准世界高新技术，坚持以高科技产品开拓市场。海尔的电冰箱、洗衣机、空调、微波炉等系列产品全都抢先采用当今世界最先进技术，并以用户的难题为课题，不断推进产品的更新换代，创造了海尔一个又一个的第一和唯一：中国第一台四星级冰箱，第一台无氟冰箱、第一台搅拌式洗衣机、第一代绿色洗衣机、第一台变频空调，是世界唯一能同时生产亚、欧、美三洲风格洗衣机的企业……海尔以高科技产品的不断推出，为社会带来新的消费观念和时尚，引导着市场消费新潮流。

海尔一流的技术、卓越的质量、杰出的产品品质，使一个现代化高起点的中国名牌享誉海内外。在 1997 年德国科隆博览会上，洋人争做海尔的经销商，张瑞敏为外国经销商颁发产品专营证书，着实让中国人扬眉吐气。就连海尔的老师利勃海尔也不得不感叹：“我们为自己培养了一个强劲的竞争对手。”国际绿色和平组织也发出警告：“如果美国不加快步伐，明天就要从中国海尔引进技术。”“海尔，中国造”的大幅中文商标广告鲜明地竖立在罗马、巴黎等欧洲城市的街头，与“索尼”、“松下”、“西门子”等世界驰名商标广告分庭抗礼，形成异国土地上的独特风景。世界名牌的目标正在变为海尔人的现实。

当今世界商战已进入了品牌竞争时期，今天靠品牌瓜分市场，未来靠名牌主宰世界。海尔以发展名牌为拓展国际市场的切入点，以出击中国名牌为征战国际市场的武器，以冲刺世界名牌为征战的目标，使得海尔从一个高的起点走向国际市场，在一个高的基点上参与竞争，取得国际市场的有利地位。

同时，海尔的名牌战略还说明，名牌只有以高科技为支柱，并依靠技术的不断创新主导着产品的市场地位，才具有强大的生命力和竞争力。所以，企业只有以领先世界的高科技含量的产品占领国际市场制高点，才能在国际化经营中胜人一筹。

扩张规模——组织“联合舰队”进军世界 500 强

海尔的目标是：世界 500 强。为什么要把海尔做大？张瑞敏形象地拿拳击作比：“要创一个国际名牌，我们现在的规模还太小，确实太小，跨国大公司就是泰森，我们就是刚刚出道的轻量级选手，上去之后，一下子就被泰森打下去了，就因没有规模，没有实力。在家电这个行业里，我们在国内是老大，但与国际大公司比起来，我们还非常小。因此，我们面临的课题，就是如何抓住机遇来迅速扩大自己的实力与规模。”为此，海尔雄心勃勃地实施了规模扩张战略，开始了组建海尔“联合舰队”的行动。

从 1992 年至今，海尔先后兼并了 18 家企业，这些企业亏损总额达 5.5 亿元，职工人数达 1.5 万人，而海尔盘活资产 15.5 亿元，被兼并企业成活率达 100%，走出了一条成功的规模扩张之路。

海尔扩张的方法是“专吃休克鱼”，所谓“休克鱼”是张瑞敏对硬件条件很好，但因思想、观念滞后而停止不前的企业的形象比喻。“休克鱼”有潜在活力，一旦激活具有市场效益。这既是海尔选择扩张对象的理论依据，也是海尔扩张成功的前提。

海尔扩张的策略不采用注入资金盘活有形资产，而是通过自身优势的拉动，辐射，通过海尔文化的渗透、海尔品牌的输入，以无形资产盘活有形资产，使“休克鱼”条条激活。开辟了低成本扩张的新途径。

海尔扩张的组织模式不采用火车头挂车厢的单动力牵引模式，而是创造了“联合舰队”的模式。要求所有进入舰队的成员，既要服从旗舰的指挥，又要发挥独立应战的能力，这一组织模式使每增加一成员产生的是 $1+1>2$ 的效果。遵循了海尔“总体一定要大于局部之和”的扩张原则，体现了“做大是为了求强”的宗旨。

如今的海尔从单一生产电冰箱发展为生产电冰箱、电冰柜、空调、洗衣机、微波炉、电视机等十三个门类 6000 多个品种的家电系列产品，从单一工业生产膨胀为集科、工、贸、金融、地产于一体的拥有 67 家紧密层企业的大型企业集团。1997 年海尔的销售收入已突破 108 亿元。海尔这支初具规模的“联合舰队”，已开足马力，正向世界 500 强目标扬帆远航。

海尔的扩张战略说明，企业要在国际市场运作，要与世界强手竞争，自己必须具有规模，具有实力。要靠规模支撑名牌的创立和发展；靠规模有效地幅射国际市场，提高市场占有率；靠规模平衡国

际市场的风险。所以，企业仅靠产品的高新技术占领市场制高点是不够的，还要走大集团发展道路，形成规模优势。要能够凭借企业雄厚的实力在国际市场发起强烈的攻击，形成“高点强攻”之势，从而取胜。因此，扩张为海尔开展国际化经营积蓄了实力、争取了主动。

海尔扩张的成功，得益于海尔高超的扩张战略的运作能力，海尔吃“休克鱼”的扩张方法，输入无形资产的低成本扩张策略以及“联合舰队”的组织模式等独创之处，无疑为我国企业实施大集团发展战略提供了宝贵的经验。

特色管理——构筑海尔文化驱动企业发展

张瑞敏说：“企业家应该首先懂得哲学。”他用自己的管理哲学构筑了独具特色的海尔文化，形成了崭新的企业文化管理方式。

张瑞敏巧妙地把“斜坡球体论”运用于企业管理：企业在市场竞争中如同斜坡上一只球体，如果没有止动力就要下滑，这个止动力来自企业内部管理。这就是海尔人对企业与发展关系的深刻理解。为此，海尔实行了“OEC管理”模式（Over all Every Control and Clear的缩写），即全方位地对每个人、每天、每事进行清理和控制。每位员工按“日事日毕，日清日高”的标准检查自己，使每项工作每天都有新的提高，从而推动整个企业按照既定目标向上爬坡。这是一种以人为本的管理，旨在调动职工积极性，开发其智慧，发挥其创造力。这是企业自我约束、自我发展、良性循环的精细化管理方法，达到了企业管理的一种高境界，是海尔文化的核心内容。

张瑞敏对海尔提出：“要么不干，要么就争第一。”“创海尔信誉，挑战国际名牌。”“海尔不仅是海尔人自己的，也是青岛的，更是中国的，海尔应该成为中国民族工业的支柱和脊梁。”张瑞敏把自己的追求和抱负转化为海尔职工共同的目标感、使命感、责任感，形成了海尔“敬业报国，追求卓越”的企业精神，极大地增强了海尔的凝聚力和竞争力。

海尔的人才理念和用人机制是：“人人是人才”，“赛马不相马”，使一批批人才脱颖而出。事业造就人才，人才成就事业，所以海尔不断从一个辉煌走向另一个辉煌。

海尔产品开发的理念是：“您的难题，我的课题。”“为您设计，让您满意。”所以，海尔总是不断创造新的顾客，开发新的市场。

海尔的服务理念是：“真诚到永远”，“解释用户烦恼到零”，所以海尔的国际星级服务荣获世界“五星钻石奖”。

海尔文化无处不在，凝聚在品牌中，渗透到海尔人心中，贯穿于生产经营全过程。海尔文化又看不见摸不着，那是一种精神，一种境界，一种品位，是海尔发展的内在动力。

海尔崭新的文化模式，引起了世界一流工商界的关注和认可。“海尔文化激活休克鱼”载入哈佛MBA案例，今年3月25日张瑞敏作为第一位中国企业家登上哈佛讲坛传经布道。这证明海尔的管理理论进入了世界最优秀管理理论的行列。海尔的管理方法达到了国际先进管理水平。

由此，我们看到了海尔成功更为深层的原因，这就是以海尔文化为特色的管理。这是海尔成功的基础，走向世界的根基。一个企业如果没有科学的管理，就没有坚实的基础，即便走向世界也缺乏稳固的“后方”，难以在世界市场长久立足。因此，企业开展国际化经营，更需强化企业内部管理，更应提高管理水平。

对企业发展来说，文化力量是一种强大的内在驱动力，企业文化理论把现代管理理论提到了一个新的高度。企业文化是当今企业管理的高级阶段，是当代企业竞争的最高形式，海尔以其敏捷的反应，率先领悟并实践了这一管理模式。学习海尔，建设或重塑优秀的企业文化，以无形的文化力来驱动企业发展，既是时代对管理提出的要求，也是强化企业管理，提高管理水平的有效途径。

战略营销——三分天下的市场全球化战略

只有真正实现市场国际化，企业国际化经营的目标才算真正实现。为此，海尔实施了市场全球化战略，并确定了三个1/3工程，即国内市场销售1/3，海外市场销售1/3，境外建厂1/3。体现了海尔三分天下的市场全球化战略布局。

海尔在国内建立了广泛的营销网络，多年来在同行业中一直保持较高的市场占有率。当海尔拥有

与世界同步的高科技产品后，坚定不移地走以自己品牌出口的道路。为此，海尔先后在 128 个国家抢先注册了商标，保护自己的品牌和知识产权。一鼓作气拿下了国际最具权威的美国 UL，德国 VDE、GS，加拿大 CSA，澳大利亚的 SAA 等八个国家和地区的质量认证。海尔的冰箱、冷柜、空调三家公司相继通过了 ISO9001 国际质量体系认证，成为中国家电唯一一家有三家企业，五大主导产品拿到“国际绿卡”的企业集团。

海尔以高屋建瓴之势提出“先难后易”的出口策略，即先进入欧美发达国家，赢得声誉后，再进入发展中国家，收到了非凡的效果。截止目前，海尔已在北美、欧共体、中东等重点市场发展了家海尔专营商，8000 多个经销点，使海尔在国际市场的份额不断提高。海尔冰箱成为亚洲出口德国第一；海尔空调成为国内同行出口欧共体第一；海尔洗衣机成为国内出口日本第一，海尔的市场空间恐怕国内任何家电企业都难以相比。

目前，海尔正式聘请南非 BR 公司总经理 R.H 先生为海尔冰箱第一位海外营销站的“洋站长”。在全球选择国际化人才，说明海尔拓宽海外市场又迈出了新的一步，它将大大增强海尔国际市场的开拓能力。

在扩大产品出口的基础上，海尔凭借自己的实力，现已在印尼、南斯拉夫、马来西亚、菲律宾建厂生产和经营。海尔已开始了跨国经营，并正在建造“远洋舰队”——海尔跨国公司。随着海尔国际化进程的加快，海尔的生存空间将更为广阔。我们相信，在不久的将来，海尔不仅属于中国，而且属于世界。正像海尔向世人的宣告：“海尔，与世界共享。”

海尔的市场国际化步伐的确惊人，这是海尔以名牌为武器，以规模作后盾，以管理为基础实施市场全球化战略的丰硕成果。同时，海尔对商标的国际性注册和保护；产品质量与国际接轨；营销人才的国际化选择；“先难后易”的出口策略等，都保证了海尔全球化战略的顺利实施。

海尔的品牌、扩张、管理、营销等战略均以国际市场为导向，将企业全面推向国际化经营的道路，且每项战略又有其独到的谋略和方法，使海尔在不长的时期内取得了举世瞩目的成效，这对正迈向国际化经营的中国企业来说，是一种鼓舞，更是一种启发。

一、 跨国资本经营的含义？跨国资本经营的方式主要有哪些？

二、 请你举例说明，我国跨国资本经营的积极效应。

一、 国资本经营的含义？跨国资本经营的方式主要有哪些？

- (1) 国资本经营的含义：只在国际范围内进行的并购、战略联盟和资产重组等资本经营活动。
- (2) 跨国资本经营的方式主要有：并购、战略联盟

二、 请你举例说明，我国跨国资本经营的积极效应：

- (1) 社会主义市场经济的需要；
- (2) 有利于充分地开发和利用国外自然资源；
- (3) 有利于产业结构的调整；
- (4) 可以利用国外资本；
- (5) 有利于扩大出口；
- (6) 有利于吸收各国发展的优秀成果，锻炼和培养人才。

IBM（国际商用机器公司）的发展



IBM（国际商用机器公司）创立于 1911 年，最初它只是一个生产计时器、穿孔卡、统计分类机、称量器具等产品的名不见经传的小公司。1924 年改为现在的名字。几十年来，IBM 公司在小沃森称之为“信念的力量”的鼓舞下，力求尽善尽美的服务，终于使之成为当今美国最大的电子公司，并在计算机领域居于世界领先地位。

（一）老沃森时代

IBM 公司的实际创业人，是被列为美国企业史上十大名人之一的托马斯·沃森（老沃森）。他对公司的早期发展起过举足轻重的作用。老沃森对公司的最重要贡献，是为 IBM 公司奠定了一个基调，培养了独特的企业风格。在很早的时候，他就提出了公司经营三方针：为了顾客的利益；为了员工的利益；为了股东的利益。这实际上成为使他一生事业成功的坚定信念。

老沃森的管理风格属于家长式，在公司中他简直就是“上帝”，跟他的意见不一致就等于是“犯罪”。但是，在管理思想上，老沃森却颇具独创精神。

老沃森系推销员出身，他工作艰辛，曾经失业，因此十分了解一般工作人员的最严重困难是职业保障。为此，IBM 公司制定了职业保障政策，采取了美国少有的终身雇用制。这一政策获得雇员们的衷心拥护，并大大促进了雇员对企业的忠诚和对工作的献身精神。

为避免雇员由于经理人员的偏袒或个人好恶而受到不公平待遇，在老沃森的倡导下，IBM 公司推行所谓“开门政策”，公司雇员有所不满，可随时向公司最高领导反映，这最终成为公司中一种正规的制度。这种政策本身，便会对管理人员产生一种温和的影响。随后，在 IBM 公司的工厂中取消了计件工作，工厂里的第一线管理人员并不保留零件生产资料，雇员的成绩根据其对公司的总体贡献进行评定。所有这些政策，充分发挥了公司全部雇员的精力和才能，显著提高了雇员的士气和工作效率，也给公司本身带来了勃勃生机，对公司的发展产生了深远的影响。

老沃森的经营思想，是力求使公司在各方面的工作都尽善尽美。他希望并且要求所有雇员在任何工作中，都应该有杰出的表现。他经常告诫公司人员：“订出完善的目标而未能达到，总比订出不完善的目标而轻易达到为佳。”正是由于公司敢于负担看来是不可能完成的任务，敢于做他人认为不能做到的事，才使 IBM 公司脱颖而出。1914 年，IBM 公司只有雇员 1200 人，年营业额 300 多万美元；到 1937 年，公司的规模扩大了 10 倍，人员增加到 1 万，营业额达到 3000 万美元。1945 年，IBM 公司终于发展成为本行业中规模最大的公司。

由于第二次世界大战对计算技术的强烈要求，1944 年，IBM 公司曾在人力、财力上支持哈佛大学的艾肯研究成功了世界上第一部可进行四则运算的全自动继电器计算机。差不多就在同一时期，美国宾夕法尼亚大学的莫克利和埃克特在陆军的资助下，也在研究采用电子管的电子计算机。1945 年底，一部划时代的电子计算机——埃尼阿克诞生了。

在事业发展顺利的公司里，人们习惯于认为自己的判断总是正确的。当时，没有人预见到计算机的无限前景，一般人认为世界上只需要四五部计算机就够了，老沃森也未能免俗。当莫克利和埃克特自己开办的公司经营失利，二人联袂相投 IBM 公司时，竟遭到老沃森的拒绝。1950 年，他们的公司被兰德公司收购。翌年，第一台民用计算机尤尼瓦克便移交美国人口普查局使用，并率先开辟了计算机商用市场。这一事件使得 IBM 失去了一些老主顾，也使 IBM 公司落在了对手的后面。

面对这一巨大的挑战，老沃森的长子小沃森（也叫托马斯·沃森）面对现实，提出了研制新计算机的对策，老沃森果断地采纳了儿子的建议，并挑选出一名最优秀的行政人员负责这一任务。1952 年，IBM 推出了每秒运算 16000 次的 701 型大型计算机，随后又陆续推出了 702、704 和 705 等一系列电子管计算机。1956 年，IBM 公司便又远远超过了对手。也是从这时起，开始了 1956—1973 年的小沃森时代。

（二）小沃森时代

小沃森生于 1914 年，年轻时就读于私立学校和布朗大学。那时他就是一个很有思想的青年。1937 年，大学毕业的小沃森作为普通推销员进入 IBM 公司，很快便成为公司的一名得力推销员，并荣幸地加入了公司的“百人俱乐部”。第二次世界大战中，具有驾驶私人飞机 1000 小时经历的小沃森志愿参加了空军，曾获中校军衔。这段军队生活的锻炼，培养了小沃森的冷静头脑和坚定不移的性格。

复员回到公司后，小沃森晋升很快，1946 年成为董事，1952 年出任总裁。1956 年老沃森去世后，小沃森成为公司首席执行委员、公司最高领导人，成为 IBM 公司的第二代首脑人物。

小沃森继承了父亲的优良经营思想，并把这些思想总结为 IBM 公司之所以获得成功的三条信念：

1. 尊重个人在 IBM 公司的管理工作中，这一点始终处于主导地位，保障每个人的职业，尊重他们的人格，并注意培养他们。
2. 尽善尽美地为顾客服务“IBM 意味着服务”，是 IBM 公司最成功的广告。公司通过提供最佳的服务以获得良好的信誉。
3. 尽最大努力做好工作这是使得其他两条信念得以有效贯彻的力量所在。

另一方面，面对周围新的挑战，小沃森在坚持贯彻企业“信念”的同时，大胆地对公司进行了改革。

过去，IBM 公司还是一个较小规模的企业，产品品种的改变也比较缓慢，公司实际上只由几个行政人员管理。但是，随着时间的推移，企业经历了急剧的变化，带来了大批的新技术、新产品和新的市场，公司的规模也有了迅速的扩大，以往的由一人作出决定的集权式结构显然不能应付。因此小沃森认识到，必须从根本上变革公司的管理结构，以适应新的形势。

1956 年底，小沃森召集了公司的 100 名左右最高级人员，在弗吉尼亚州的威廉斯堡连续举行了三天会议，会上作出了从中央集权式经营转为分散经营的重大决定。当时的报纸幽默地报道说：“会议开始时，公司总部还像一块岩石，到大家出来时，公司便散开了。”

在 IBM 公司的历史上，这是一次划时代的会议。会议决定公司组成六个独立经营的事业部和一个世界贸易公司，所有这些部门都有相当大的独立自主性。组织结构分散的目的，是把业务部门分成多个较易管理的单位，以确保在最合适的时间和地方作出决策。公司还组成了审查各部门长期计划和重大决定的管理委员会，其成员是董事会主席、总裁以及 6 名其他最高级行政人员。同时，小沃森在自己周围聚集了一批专门人才，负责向管理委员会提供咨询和建议。其中有通晓计量经济学的经济学家，有运筹学家，还有由优秀技术人员组成的技术专家团，他们作为公司的神经中枢，积极开展工作。

1958 年，小沃森又进行了另一项大胆的改革，即在 IBM 公司的工厂中取消了小时工资制，使 IBM 公司的每一名职工都纳入薪金制，从而取消了蓝领职工与白领职工之间的最后一项差异，这件事对于公司人员的意义，可与二战后所做的任何革新相比，它给公司带来了任何其他方法都不可能代替的良好人际关系和高昂的士气。

每当面对重大的挑战，小沃森始终表现出现代企业家所必须具备的巨大魄力和冷静头脑。20 世纪 60 年代初，公司又遭到其他计算机公司的巨大挑战，同时本公司内部由于机型不统一，也存在着自相竞争等严重问题。对此，有人提出了通用 360 系列计算机计划，但全面实施这项计划需投资 50 亿美元，相当于美国研究原子弹的费用，由一家公司承担确实存在很大的风险。公司内部对此意见分歧，讨论再三决心难下。面对这种情况，小沃森果断地起用了坚强不屈、经验丰富的副总裁利阿森领导这一计划。经过 4 年的不懈努力，1964 年终于向世界宣布了计算机史上划时代产品——IBM360 系列计算机研制成功。自此，世界计算机界无不向 IBM 看齐，完全巩固了 IBM 公司在计算机领域的统治地位。

1971 年，小沃森因心脏病发作病倒后退居执委会主席，1973 年又根据他亲手制定的 60 岁退休的规定从领导工作岗位上完全退了下来。

（三）不断开拓

由于小沃森的努力，为 IBM 公司计算机事业的发展奠定了坚实的基础。进入 20 世纪 70 年代后，IBM 公司又陆续开发了 370 系列、303x 系列和 4300 系列计算机，对世界计算机界产生了很大的影响。

但是，IBM 公司的成功，特别是 360 系列计算机的成功，使公司产生了自满情绪，因此只注意了大型通用机的研制、生产，而忽视了小型机、微型机的市场潜力，使公司的事业遭到侵蚀。但 IBM 公司毕竟有它的传统，自 1980 年起，它又在各个领域努力开发新产品，积极提高生产自动化能力，公司又向前迈出了巨大的步伐。

1981 年，IBM 公司进入个人计算机市场，并开发了 16 位机，率先进入微型机的高级机时代。在不到两年的时间里，IBM 公司便超过了同行业中的苹果、坦迪等先驱公司。目前，在世界个人计算机市场上，它已掌握了 30% 的市场占有率。

IBM 公司短期内在个人计算机领域获得如此巨大的成功，其原因主要有以下六点：

1. 设计先进公司从 1981 年进入微型机市场，即首先采用 16 位微处理器，从而大大提高了产品性能。
2. 公开软件公司一反以往保密的做法，及早公布产品规格，使一般软件公司都能据此编写软件，这样做十分有利于产品的推广、使用，并且能够以本公司产品为基础，形成软件标准。
3. 多渠道销售公司除自销外，还通过百货公司、零售公司多方推销。
4. 自动化生产公司重视高度自动化工厂的建设。在生产线上，大致每 45 秒即可生产一台计算机。
5. 杀价进攻在产品供不应求时即主动大幅度降价，以提高竞争能力。
6. 采取风险管理给公司内个人计算机开发小组以极大的自主权，公司只提供充足资金，很少进行干预，从而大大促进了开发小组的工作积极性。

1984 年，IBM 公司从业人员已近 37 万人，年销售额达 460 亿美元，在美国最大的 500 家制造公司中名列第 5 位。目前，全球约有 150 家较具规模的计算机公司在竞争世界市场，仅 IBM 一家就占有市场的 50%，在美国和世界计算机市场中，IBM 公司始终雄踞盟主地位。

（四）20 世纪 80 年代末开始的战略调整

1. 精减组织。1986 年至 1991 年，IBM 在世界范围内裁员 6 万人。
2. 集中经营范围。IBM 卖掉了许多非计算机经营项目，复印机分部于 1988 年卖给柯达公司，与打字机、键盘、个人打印机相关的企业于 1991 年卖给克莱顿—杜彼利埃公司，ROLM 电讯公司分两次于 1988 年和 1992 年卖给西门子公司。
3. 调整结构，扩大分公司自主权。1991 年，公司投入 30 亿美元改建费用，重新调整它的 9 个分部，各分公司自主经营。
4. 扩大战略联盟。20 世纪 90 年代，IBM 各系统集成包括许多主要战略联盟，其中有西尔斯、王安及苹果等公司。1991 年，IBM 与德国西门子和日本东芝合资开发分离记忆集成块。IBM 还拥有价值 1 亿美元的法国布尔集团公司的股票。1991 年，IBM 多媒体集团与时代—沃纳公司就一个可行的电视—计算机联机项目进行合作开发。

（五）收购莲花公司

1995 年 6 月，IBM 以 35.3 亿美元成功地收购莲花计算机发展公司，写下了现代商业史上极其精彩的一笔。有人形容 IBM 的收购计划为“如同时钟里发条与齿轮般的精确”。莲花公司是仅次于微软、NOVELL 的世界第三大计算机软件制造厂商，一旦 IBM 的收购引起莲花公司的反感，就有可能演化成一场旷日持久的、大伤元气的“官司”。按道理莲花公司必然动用包括引用反托拉斯法在内的一切可行的手段实施反收购，然而 IBM 的收购计划居然在短短的一周之内变成现实，个中缘由，耐人探究。

1. 密网早就撒向对手。IBM 的精明之处在于，它所选择的收购对象有一个致命弱点，莲花公司的章程中允许直接从股东手中吸收股份。1995 年 6 月 5 日，IBM 公司董事长杰斯特纳宣布了收购莲花公司的计划。事实上在此之前，IBM 的智囊团和决策层就已经精心编织了一个网。5 月 12 日，杰斯特纳召集 IBM 决策人物，通报公司计划收购莲花公司的重大决定。

早在 1995 年初，IBM 资深副总裁约翰·汤普逊已经多次与莲花公司的董事长克姆曼齐秘密讨论过双方合二为一的可能性。IBM 需要莲花公司最成功的软件产品，而莲花公司欲一举实现其众多的软件

开发计划，却又苦于财力不足。4月初，IBM 公司财务长杰罗米·约克等带领 10 名高级研究人员对莲花公司的软件产品与 IBM 自己的软件系统接轨展开了深入细致的研究；与此同时，IBM 把第一波士顿银行和 CSM 律师事务所的金融家和律师请来，让他们参与制定收购计划，从各个方面、各个角度对收购行动做出无懈可击的安排。

2. 储备巨资，志在必得。在 5 月 12 日的会议上，IBM 的决策者们认为，不能与莲花公司长期磨下去，克姆曼齐很可能在 IBM 的对手中选择合作者，并以此为筹码与 IBM 讨价还价。按惯例，如果以收购股票的方式收购上市公司，收购者必须根据该上市公司目前的股票价格，并在此价格基础上制定出包括溢价部分在内的收购价格。当时莲花公司的上市价格为每股近 30 美元。IBM 根据公司的现金存量，把收购的溢价率定为 100%。因此 IBM 把收购价格定为每股 60 美元。为此，IBM 准备了 105 亿美元的现金。尽管有人认为 IBM 的收购价格定得过高，但 IBM 决策层有着自己的意图。从收购计划公布开始，就以高价位向其他竞争对手传递信息，即 IBM 不达目的决不罢休，以此逐出所有的潜在的竞争者。实际上 IBM 最后收购的价格是每股 64 美元。而且 IBM 的法律顾问——CSM 律师事务所为收购计划制定了应付莲花公司反收购的诉讼文件等，真可谓滴水不漏。

3. 交互网络传递信息。最令 IBM 担忧的是 NOTES 软件的设计者雷蒙德·欧兹尔，若他对 IBM 的收购计划表示不满，必将使 IBM 的收购计划功败垂成。经过分析推测，杰斯特纳认为欧兹尔的主要兴趣与 IBM 一致，即 NOTES 的前景，若 IBM 收购莲花公司后，能在资金上对开发 NOTES 有所支持，欧兹尔何乐而不为？另外，IBM 巧妙地利用交互网络（INTERNET）将收购的信息传递给大多数莲花公司的职员、股东及合作者（在美国，公开与被收购对象的职员联系是非法的），以此了解莲花公司职员对收购的反应。6 月 5 日，在杰斯特纳向世界公布 IBM 收购莲花公司消息时，莲花公司主要部门的反应都很正常。6 月 6 日—6 月 11 日，杰斯特纳与克姆曼齐进行多次协商、洽谈。6 月 11 日中午，IBM 全体董事再次通过电话聚到一起，杰斯特纳郑重宣布：IBM 收购莲花公司成功。

一、 如何建立高素质的资本经营者队伍？

二、 结合 IBM（国际商用机器公司）的发展，讨论企业发展与资本经营者之间有什么关系？

指导：

一、 如何建立高素质的资本经营者队伍？

- （1） 抓好资本经营者培训工作
- （2） 搞好资本经营人才的培训规划

二、 IBM（国际商用机器公司）的发展，讨论企业发展与资本经营者之间有什么关系？（略）

巴林银行的倒闭

1763 年，弗朗西斯·巴林爵士在伦敦创建了巴林银行，它是世界首家“商业银行”，既为客户提供资金和有关建议，自己也做买卖。当然它也得像其他商人一样承担买卖股票、土地或咖啡的风险，由于经营灵活变通、富于创新，巴林银行很快就在国际金融领域获得了巨大的成功。其业务范围也相当广泛，无论是到刚果提炼铜矿，从澳大利亚贩过羊毛，还是开掘巴拿马运河，巴林银行都可以为之提供贷款，但巴林银行有别于普通的商业银行，它不开发普通客户存款业务，故其资金来源比较有限，只能靠自身的力量来谋求生存和发展。

在 1803 年，刚刚诞生的美国从法国手中购买南部的路易斯安纳州时，所有资金就出自巴林银行。尽管当时巴林银行有一个强劲的对手——一家犹太人开办的罗斯切尔特银行，但巴林银行还是各国政府、各大公司和许多客户的首选 银行。1886 年，巴林银行发行“吉尼士”证券，购买者手持申请表如潮水一样涌进银行，后来不得不动用警力来维持，很多人排上几个小时后，买下少量股票，然后伺机抛出。等到第二天抛出时，股票价格已涨了一倍。

20 世纪初，巴林银行荣幸地获得了一个特殊客户：英国皇室。由于巴林银行的卓越贡献，巴林家族先后获得了五个世袭的爵位。这可算得上一个世界记录，从而奠定巴林银行显赫地位的基础。

里森于 1989 年 7 月 10 日正式到巴林银行工作。这之前，他是摩根·斯坦利银行清算部的一名职员，进入巴林银行后，他很快争取到了到印尼分部工作的机会。由于他富有耐心和毅力，善于逻辑推理，能很快地解决以前未能解决许多问题。使工作有了起色。因此，他被视为期货与期权结算方面的专家，伦敦总部对里森在印尼的工作相当满意，并允许可以在海外给他安排一个合适的职务。1992 年，巴林总部决定派他到新加坡分行成立期货与期权交易部门，并出任总经理。

无论做什么交易，错误都在所难免。但关键是看你怎样处理这些错误。在期货交易中更是如此。有人会将“买进”手势误为“卖出”手势；有人会在错误的价位购进合同；有人可能不够谨慎；有人可能本该购买六月份期货却买进了三月份期货，等等。一旦失误，就会给银行造成损失，在出现这些错误之后，银行必须迅速妥善处理，如果错误无法挽回，唯一可行的办法，就是将该项错误转入电脑中一个被称为“错误账户”的账户中，然后向银行总部报告。

里森于 1992 年在新加坡任期货交易员时，巴林银行原本有一人账号为“99905”的“错误账号”，专门处理交易过程中因疏忽所造成的错误。这原是一个金融体系运作过程中正常的错误账户。1992 年夏天，伦敦总部全面负责清算工作的哥顿·鲍塞给里森打了一个电话，要求里森另设立一个“错误账户”，记录较小的错误，并自行在新加坡处理，以免麻烦伦敦的工作，于是里森马上找来了负责办公室清算的利塞尔，向她咨询是否可以另立一个档案，很快，利塞尔就在电脑里键入了一些命令，问他需要什么账号，在中国文化里“8”是一个非常吉利的数字，因此里森以此作为他的吉祥数字，由于账号必须是五位数，这样账号为“88888”的“错误账户”便诞生了。

几周之后，伦敦总部又打来电话，总部配置了新的电脑，要求新加坡分行学是按老规矩行事，所有的错误记录仍由“99905”账户直接向伦敦报告。“88888”错误账户刚刚建立就被搁置不用了，但它却成为一个真正的“错误账户”存于电脑之中。而且总部这时已经注意到新加坡分行出现的错误很多，但里森都巧妙地搪塞而过。“88888”这个被人忽略的账户，提供了里森日后制造假账的机会，如果当时取消这一账户，则巴林的历史可能会重写了。

1992 年 7 月 17 日，里森手下一名加入巴林仅一星期的交易员金·王犯了一个错误：当客户（富士银行）要求买进 20 口日经指数期货合约时，此交易员误为卖出 20 口，这个错误在里森当天晚上进行清算工作时被发现。欲纠正此项错误，须买回 40 口合约，表示至当日的收盘价计算，其损失为 2 万英镑。并应报告伦敦总公司。但在种种考虑下，里森决定利用错误账户“88888”，承接了 40 口日经指数期货空头合约，以掩盖这个失误。然而，如此一来，里森所进行的交易便成了“业主交易”使巴林银行在这个账户下，暴露在风险部位。数天之后，更由于日经指数上升 200 点，此空头部位的损失便由 2 万英镑增为 6 万英镑了（注：里当时年薪还不到 5 万英镑）。此时里森更不敢将此失误向上呈报。

另一个与此同出一辙的错误是里森的好友及委托执行人乔治犯的。乔治与妻子离婚了，整日沉浸在痛苦之中，并开始自暴自弃，里森喜欢他，因为乔治是他最好的朋友，也是最棒的交易员之一。但很快乔治开始出错了。里森示意他卖出的 100 份九月的期货全被他买进，价值高达 800 万英镑，而且好几份交易的凭证根本没有填写。

如果乔治的错误泄露出去，里森不得不告别他已很如意的生活，将乔治出现的几次错误记入“88888 账号”对里森来说是举手之劳。但至少有三个问题困扰着他：一是如何弥补这些错误；二是将错误记入“88888”账号后如何躲过伦敦总部月底的内部审计；三是 SIMEX 每天都要他们追加保证金，他们会计算出新加坡分行每天赔进多少。“88888”账户也可以被显示在 SIMEX 大屏幕上。为了弥补手下员工的失误，里森将自己赚的佣金转入账户，但其前提当然是这些失误不能太大，所引起的损失金额也不是太大，但乔治造成的错误确实太大了。

为了赚回足够的钱来补偿所有损失，里森承担愈来愈大的风险，他当时从事大量跨式部位交易，因为当时日经指数稳定，里森从此交易中赚取期权权利金。若运气不好，日经指数变动剧烈，此交易将使巴林随极大损失。里森在一段时日内做得还极顺手。到 1993 年 7 月，他已将“88888”号账户亏

损的 600 万英镑转为略有盈余，当时他的年薪为 5 万英镑，年终奖金则将近 10 万英镑。如果里森就此打住，那么，巴林的历史也会改变。

除了为交易员遮掩错误，另一个严重的失误是为了争取日经市场上最大的客户波尼弗伊。在 1993 年下旬，接连几天，每天市场价格破纪录地飞涨 1000 多点，用于清算记录的电脑屏幕故障频繁，无数笔的交易入账工作都积压起来。因为系统无法正常工作，交易记录都靠人力，等到发现各种错误时，里森在一天之内的损失便已高达将近 170 万美元。在无路可走的情况下，里森决定继续隐藏这些失误。

1994 年，里森对损失的金额已经麻木了，88888 号账户的损失，由 2000 万、3000 万英镑，到 7 月已达 5000 万英镑。事实上，里森当时所作的许多交易，是在被市场走势牵着鼻子走，并非出于他对市场的预期如何。他已成为被其风险部位操作的傀儡。他当时能想的，是哪一种方向的市场变动会使他反败为胜，能补足 88888 号账的亏损，便试着影响市场往那个方向变动。

里森自传中描述：“我为自己变成这样一个骗子感到羞愧——开始是比较小的错误，但现已整个包围着我，像是癌症一样……我的母亲绝对不是要把我抚养成这个样子的。”

从制度上看，巴林最根本的问题在于交易与清算角色的混淆。里森在 1992 年去新加坡后，任职巴林新加坡期货交易部兼清算部经理。作为一名交易员，里森本来应有工作是代巴林客户买卖衍生性商品，并替巴林从事套利这两种工作，基本上是没有太大的风险。因为代客操作，风险由客户自己承担，交易员只是赚取佣金，而套利行为亦只赚取市场间的差价。例如里森利用新加坡及大孤市场极短时间内的不同价格，替巴林赚取利润。一般银行对于其交易员持有一定额度的风险部位的许可。但为防止交易员在其所属银行暴露在过多的风险中，这种许可额度通常定得相当有限。而通过清算部门每天的结算工作，银行对其交易员和风险部位的情况也可予以有效了解并掌握。但不幸的是，里森却一人身兼交易与清算二职。

事实上，在里森抵达新加坡前的一个星期，巴林内部曾有一个内部通讯，对此问题可能引起的大灾难提出关切。但此关切却被忽略，以至于里森到职后，同时兼任交易与清算部门的工作。如果里森只负责清算部门，如同例子本来被赋予的职责一样，那么他便没有必要、也没有机会为其他交易员的失误行为瞒天过海，也就不会造成最后不可收拾的局面。

在损失达到 5000 万英镑时，巴林银行曾派人调查里森的账目。事实上，每天都有一张资产负债表，每天都有明显的记录，可看出里森的问题，即使是月底，里森为掩盖问题所制造的假账，也极易被发现——如果巴林真有严格的审查制度。里森假造花旗银行有 5000 万英镑存款，但这 5000 万已被挪用来补偿 88888 号账户中的损失了。查了一个月的账，却没有人去查花旗银行的账目，以致没有人发现花旗银行账户中并没有 5000 万英镑的存款。

关于资产负债表，巴林银行董事长彼得·巴林还曾经在 1994 年 3 月有过一段评语，认为资产负债表没有什么用，因为它的组成，在短期间内就可能发生重大的变化，因此，彼得·巴林说：“若以为揭露更多资产负债表的数据，就能增加对一个集团的了解，那真是幼稚无知。”对资产负债表不重视的巴林董事长付出的代价之高，也实在没有人想象得到吧！

另外，在 1995 年 1 月 11 日，新加坡期货交易所的审计与税务部发函巴林，提出他们对维持 88888 号账户所需资金问题的一些疑虑。而且此时里森已需每天要求伦敦汇入 1000 万英镑，以支付其追加保证金。事实上，从 1993 年到 1994 年，巴林银行在 SIMEX 及日本市场投入的资金已超过 11000 万英镑，超出了英格兰银行规定英国银行的海外总资金不应超过 25% 的限制。为此，巴林银行曾与英格兰银行进行多次会谈。在 1994 年 5 月，得到英格兰银行主管商业银行监察的高级官员之“默许”，但此默许并未留下任何证明文件，因为没有请示英格兰银行有关部门的最高负责人，违反了英格兰银行的内部规定。

最令人难以置信的，便是巴林在 1994 年底发现资产负债表上显示 5000 万英镑的差额后，仍然没有警惕到其内部控管的松散及疏忽。在发现问题至其后巴林倒闭的两个月时间里，有很多巴林的高级及资深人员曾对此问题加以关切，更有巴林总部的审计部门正式加以调查。但是这些调查都被里森以极轻易的方式蒙骗过去。里森对这段时期的描述为：“对于没有人来制止我的这件事，我觉得不可思议。伦敦的人应该知道我的数字都是假造的，这些人都应该知道我每天向伦敦总部要求的现金是不

对的，但他们仍旧支付这些钱”。

从金融伦理角度而言，如果对以上所有参与“巴林事件”的金融从业人员评分，都应给不及格的分数。尤其是巴林的许多高层管理者，完全不去深究可能的问题，而一味相信里森，并期待他为巴林套利赚钱。尤其具有讽刺意味的是，在巴林破产的两个月前，即1994年12月，于纽约举行的一个巴林金融成果会议上，250名在世界各地的巴林银行工作者，还将里森当成巴林的英雄，对其报以长时间热烈的掌声。

1995年1月18日，日本神户大地震，其后数日东京日经指数大幅度下跌，里森一方面遭受更大的损失，另一方面购买更庞大数量的日经指数期货合约，希望日经指数会上涨到理想的价格范围。1月30日，里森以每天1000万英镑的速度从伦敦获得资金，已买进了3万口日经指数期货，并卖空日本政府债券。2月10日，里森以新加坡期货交易所交易史上创纪录的数量，已握有55000口日经期货及2万口日本政府债券合约。交易数量愈大，损失愈大。

所有这些交易，均进入88888账户。账户上的交易，以其兼任清查之职权予以隐瞒，但追加保证金所须的资金却是无法隐藏的。里森以各种借口继续转账。这种松散的程度，实在令人难以置信。2月中旬，巴林银行全部的股份资金只有47000万英镑。

1995年2月23日，在巴林期货的最后一日，里森对影响市场走向的努力彻底失败。日经股价收盘降到17885点，而里森的日经期货多头风险部位已达6万余口合约；其日本政府债券在价格一路上扬之际，其空头风险部位亦已达26000口合约。里森为巴林所带来的损失，在巴林的高级主管仍做着次日分红的美梦时，终于达到了86000万英镑的高点，造成了世界上最老牌的巴林银行终结的命运。

新加坡在1995年10月17日公布的有关巴林银行破产的报告及里森自传中的一个感慨，也是最能表达我们对巴林事件的遗憾。报告结论中的一段：“巴林集团如果在1995年2月之前能够及时采取行动，那么他们还有可能避免崩溃。截至1995年1月底，即使已发生重大损失，这些损失毕竟也只是最终损失的1/4。如果说巴林的管理阶层直到破产之前仍然对“88888”账户的事一无所知，我们只能说他们一直在逃避事实”。

里森说：“有一群人本来可以揭穿并阻止我的把戏，但他们没有这么做。我不知道他们的疏忽与罪犯级的疏忽之间界限何在，也不清楚他们是否对我负有什么责任。但如果是在任何其他一家银行，我是不会有机会开始这项犯罪的”。

一、为什么要加强资本经营活动的监管？

二、如果监管合理、严格，巴林银行的倒闭还会发什么？

指导：

一、资本经营的概念

广义的资本经营的涵义是指以资本增值最大化为根本目的，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。这是广义的概念，囊括了以资本增值最大化为目的企业经营活动，包括了产品经营和商品经营。

狭义的资本经营概念，它是指可以独立于商品经营而存在的，以价值化、证券化了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。

从案例中可以看到，思捷的资本经营是广义的资本经营，既有以价值化的、证券化的经营活动，又有产品的生产经营。

二、资本经营与商品经营的区别

资本经营是相对于商品经营而产生的一种新的经营管理方式，两者的区别主要有：

1、经营对象不同

商品经营的对象是生产经营性企业的产品和服务;资本经营的对象则是由生产要素转化来的能够实现价值增值的资本。商品经营的方式是商品销售或提供劳务;资本经营的方式是产权的流动和资产的重组。

2、经营的领域和活动空间不同

商品经营只是面向商品市场;资本经营更重要的是面向资本市场,既包括证券市场的资本运作,也包括非证券市场的产权交易活动。

3、经营方式和目的不同

商品经营的方式和目的是通过商品销售或提供劳务,实现利润的最大化;资本经营的方式和目的是通过产权的流动和重组,提高资本运营效率和效益。

4、经营导向不同

商品经营较多地受价格信号的控制,而资本经营主要受资本市场的制约和资本回报率的限制。

5、经营风险不同

商品经营的企业生存和发展维系在一个或多个产品上,如市场需求发生变化,则会直接影响企业的生存和发展;资本经营的企业则把生存和发展建立在一个或多个产业上,并不断发现新的经济增长点,及时退出风险大的产业,规避风险。

6、企业的发展方式不同

商品经营的企业主要依赖企业自身的积累,通过创造更多的利润并使之转化为资本,增加生产要素和生产能力而获得发展;资本经营不但注重企业自身的内部积累,更重要的是通过资本外部扩张的方式,使企业快速扩张,发展壮大。

资本经营和商品经营是企业经营相辅相成的两个方面,应当有机地结合起来。商品经营始终是企业运作的基本形式,也是资本经营的基础;资本经营并不能取代商品经营,它通过对生产要素的有效配置,能够扩大企业市场份额,产生规模效益,拓宽经营领域,降低经营风险。

从这个案例可以看到,该企业的经营既有资本经营,也有商品经营,而且近10年来资本经营效果非常显著。

全国职业经理MBA双证班

认证系列: 职业经理、人力资源总监、营销经理、品质经理、生产经理、物流经理、项目经理、企业培训师、酒店经理、市场总监、财务总监、行政总监、采购经理、营销策划师、企业管理咨询师、企业总经理等高级资格认证。

颁发双证: 高级经理资格证书+MBA 高等教育研修结业证书(含2年全套学籍档案)

证书说明: 证书全国通用、电子注册,是提干、求职、晋级、移民的有效依据

学习期限: 3个月(允许工作经验丰富学员提前毕业) **收费标准:** 全部学费 **1280** 元

咨询电话: 13684609885 0451- 88342620 **招生网站:** <http://www.mhjy.net>

电子邮箱: xchy007@163.com **颁证单位:** 中国经济管理大学 **承办单位:** 美华管理人才学校

全国招生 函授教育 颁发双证 权威有效



美华论坛
www.mhjy.net



职业经理 MBA 整套实战教程

千本好书 **免费** 下载 学校网址: www.mhjy.net