

摘 要

华锡集团有限责任公司是国家有色金属行业特大型企业，华锡集团以产锡为主，综合回收铟、铅、锑、锌、银、镉、铋等多种金属。本文选题来自“华锡集团有限责任公司发展战略研究”中的资本运营战略研究部分，重点对华锡集团资本运营的内外环境、适用于华锡集团的资本运营总体战略、资本运营效果评价等进行系统性的研究。首先，本文在总结理论界对资本运营研究成果的基础上，理顺有关资本运营的认识思路、纠正认识偏差，通过分析资本运营的最终目标、资本运营在企业中的战略地位以及资本运营战略的不同类型，并进一步讨论我国国有企业资本运营中存在的问题，为华锡集团资本运营战略的提出打下了坚实的理论基础。紧接着，本文系统地分析了华锡集团的发展概况，并进行了详尽的有色金属行业环境分析，在此基础上利用 PEST 和 SWOT 等分析方法对华锡集团的内外环境进行了全面的分析，为华锡集团资本运营战略的提出打下了充分的现实基础。最后，结合华锡集团的自身条件、行业特点以及所处的特有环境，本文对华锡集团资本运营现状进行了全方位的诊断，并针对性地为华锡集团资本运营设计了系统性的战略举措。为了给华锡集团的资本运营绩效评价提供强大的理论支撑，本文结合企业经营效果评价、资本运营效益评价中的前后法以及应用分段函数并借鉴“财政部统计司企业评价系统”原理，初步建立了企业资本运营效果评价模型，通过实证研究对华锡集团的初步资本运营活动进行了合理的评价。

关键词 资本运营, PEST 分析, SWOT 分析, 资本运营战略

ABSTRACT

Huaxi Group Ltd. is a large-scaled enterprise in the national nonferrous metal industry. The main product of Huaxi is tin. Meanwhile, the company also reclaim quantity of kinds of metal such as indium, plumbum, stibonium, zincum, argentum, cadmium, bismuth. The origin of the subject is the capital management tactic research part in the “Huaxi Group Ltd. Development tactic research”. This paper focus on the systemetic research of the whole environment around and inside Huaxi Group, the suitable capital management general tactic and the assessment of the performance of its capita management activities. First, the paper clarifis the recognition of the capital management on the basis of the summary of the former research. It makes a consolidate theory basement for the proposal of the capital management tactic of Huaxi Group through stating the finanal target, the tactic status and the different mixture of capital management. Besides, the paper dicusses the common exsiting in the state-owned enterprises in our country. After this, the paper states the currency situation of Huaxi Group and make detailed analysis of the nonferrous industry environment. PEST analysis method and SWOT analysis method are applied to the research of the environment around and inside Huaxi Group. All of this offers sufficient foundation in reality. Combing with the condition of Huaxi Group itself, the charactors of the nonferrous industry and special environment, the paper makes a

whole oriented diagnosis of the currency situation of capital management of Huaxi group. Then it designs a systemetic tactic for the Huaxi Group. In order to build a strong theory support for the assessment of the capital management performance, the paper set up an assesement model for the enterprise capital management performance and makes a reasonable assessment to the primary capital management activity of Huaxi Group through an empirical research.

KEY WORDS capital management, PEST analysis, SWOT analysis, capital management tactic

原创性声明

本人声明，所呈交的学位论文是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了论文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得中南大学或其他单位的学位或证书而使用过的材料。与我共同工作的同志对本研究所作的贡献均已在在论文中作了明确的说明。

作者签名： 卢芳远 日期： 2008 年 11 月 28 日

关于学位论文使用授权说明

本人了解中南大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留学位论文，允许学位论文被查阅和借阅；学校可以公布学位论文的全部或部分内容，可以采用复印、缩印或其它手段保存学位论文；学校可根据国家或湖南省有关部门规定送交学位论文。

作者签名： 卢芳远 导师签名 叶振华 日期： 2008 年 11 月 28 日

第 1 章 导论

1.1 选题背景与意义

华锡集团有限责任公司是国家特大型企业，以产锡为主，综合回收锑、铅、铋、锌、银、镉、铟等多种金属。华锡集团是中国同类企业中首家于 1992 年在英国伦敦金属交易所注册；1996 年在全国锡冶炼行业中第一家通过国家 ISO9002 质量体系认证；1997 年被国家列为重点支持的 512 户重点企业之一，2004 年被国家列入“中国工业企业 1000 大”，2005 年经国家质检总局评选，华锡集团生产的“金海”牌锡锭，再次荣获中国名牌产品称号，现已建立了国家级技术中心和博士后工作站。铅锭、高铅铋锭、锡铅焊料、锡基铸造轴承合金等产品荣获省部级优质产品称号。“金海”牌系列产品远销欧、亚、美三大洲的几十个国家和地区，在国际享有很高的商誉。

本论文选题来源于华锡集团与中南大学商学院胡振华教授研究团队合作的项目“华锡集团有限责任公司发展战略研究”中资本运营战略研究的部分。

改革开放 20 多年来，残酷激烈的市场竞争要求经理们必须了解什么是市场，什么是管理，不仅要懂得抓生产还要学会搞经营。目前华锡集团正面临着改制上市，华锡的领导人们也面临着这样的挑战：如何把死钱变成活钱？如何使钱生钱？如何不用钱也能生钱？这要求企业不仅要由产品生产者向商品生产经营者转变，更要从商品生产经营者向资本运营者转变。

虽然实践中不少企业通过资本运营迅速扩大了企业规模，增强了企业竞争力，但仍然有很多企业在资本运营活动中由于外部环境的复杂性和不确定性，或是决策在一定程度上的失误，导致资本运营失败或是资本运营活动达不到预期目标造成的损失。据 1987 年《哈佛商业评论》所载的波特对 1956 年至 1986 年 33 家大公司的调查显示，其中：新建企业失败率为 44%，合资企业失败率为 50.3%，并购则为 53.4%~74%。此外，美国贝恩公司的类似调查也显示：100 家进行并购的企业中 20% 由于谈判失败而流产，有 56% 虽然达成了并购协议，但在此之后并我起色，甚至拖累了原有企业，只有 24% 企业通过并购创造了新价值，如图 1-1^[1]。

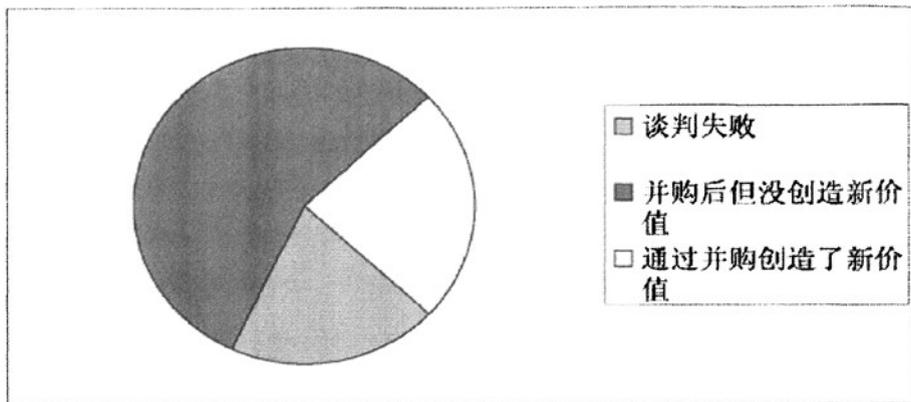


图1-1 波特调查33家公司资本运营结果比例

这些数据无不警示企业在资本运营过程中必须审时度势、谨慎决策，防范风险。然而，许多企业不顾本身的实力，没有充分考虑资本经营中可能出现的各种复杂问题，盲目采用资本运营方式，同时一些非市场行为也掺杂其中，使得一些企业非但没有利用这一法宝走出低谷，反而陷入更深的困境。基于这种陷阱重重，而后来者又趋之若鹜的情形。本文拟对华锡集团资本运营的外部环境进行系统的总结，同时初步建立企业资本运营效果评价模型对华锡的资本运营活动予以合理的评价，并在此基础上探讨适用于华锡的资本运营策略。希望能给予华锡资本运营以方向性的指导，也希望其它同类型的企业在进行资本运营时能有所借鉴。

1.2 文献综述

1.2.1 资本运营文献综述

1. 国外研究现状

在西方，许多经济学家都曾对资本运营进行过研究探讨。他们认为，人们最初接触到资本问题是在货币借贷关系中产生的。例如：亚里士多德就曾经明确地指出交换有两种目的：一是满足货物的使用价值或人们的需要进行交换，二是为追求交换价值的积累而进行交换，他抓住了资本是在运动中增值的本质特征，阐述了资本增值的运动形式是最简单的货币资本的运动。亚当·斯密 和大卫·李嘉图是古典经济学的代表人物。斯密指出“资本是为了生产而积累起来的财富”，

亦即积累起来以便供生产工人所使用的生产资料和生活资料。资本家进行积累的根本动机是为了获取利润。他认为利润是资本积累的产物并试图探索利润的本质和来源。

现代经济学则从技术经济的角度对资本主义经济运行进行了全面而深入的研究,集中探讨了资本增值与市场、需求、效用等的关系。

莫迪格利亚尼与米勒(Modigliani&Mueller, 1958)发表的论文《资本成本,公司财务与投资理论》提出了资本结构理论,即MM定理。MM定理指出,在无税条件下,企业的融资结构与企业市场价值无关,不存在最佳资本结构问题;但在考虑所得税的情况下,当债务资本在资本结构中趋于10%时是最佳的资本结构,这时企业的价值也最大^[2]。资本结构理论指出了企业客观上存在资本结构的最优组合,因此为企业的金融资本运营提供了重要的指导。

德姆赛茨(Demsetz, 1972)提出的产权交易理论指出,个体在追求效用最大化过程中,产权成为制约效用的一个基本变量;而产权的主要功能是引导人们在更大程度上将外在性内在化,借助产权的功能可以理解新的产权关系的产生,当内在化外在性的收益和成本变得经济时,即内在化收益大于内在化成本时,新的产权关系就会产生,也就是资源的重新配置^[3]。

同一时期另一些西方经济学家提出了规模经济理论。他们指出,在一定的生产技术条件下,各个产业有其最佳生产模式,企业也有其最佳产量。在此规模生产时,生产成本最低,企业获得因规模带来的最佳经济效益。企业通过兼并收购等资本运营方式,有助于推动企业获得规模经济效益,优化企业规模结构。

产权理论形成以后,西方经济学者对资本运营理论的研究主要集中在公司并购研究,他们从各个角度和层面对公司并购进行研究,形成了很多有价值的理论。

效率理论认为:公司兼并和其他形式资产重组活动对整个经济有着潜在的效益,他们通常包含在管理层业绩的提高或获得某种形式的协同效应上。财产协同效应理论则认为:在企业处于成长阶段时对其投资收益效率高,但创造的自由现金流量较少;而当企业进入成熟阶段后,其再投资收益效率下降,但每年可以创造大量的自由现金流量。当这两类企业合并时,用后者资金对前者进行投资,可以在企业内部以较低的筹资成本完成整个投资过程^[4]。

经营协同理论和单纯多样化理论说明了规模经济和范围经济效益的共存^[5]。价值低估理论认为购并原因在于目标企业价值的低估,目标企业资产的市场价值与其重置成本之间存在着差异而收购人掌握着较多目标企业信息^[6]。

代理成本理论。代理问题是由詹森和麦克林于1967年提出的,该理论的产生是由于公司管理层与公司股东二者的利益不一致。他们认为在代理过程中,由于存在着道德风险、逆向选择、不确定性等因素的作用而产生代理成本。法马和詹

森指出,在企业的所有权与控制权分离的情况下,将企业的决策管理与决策控制分开,可以限制决策代理人侵蚀股东利益的可能性。而通过报酬安排以及经理市场可以减缓代理问题。股票市场则为企业股东提供了一个外部监督经理的机制以降低代理成本^[7]。

信息与信号理论。这种理论认为,企业并购会散布关于目标企业被低估的信息,并促使市场对此进行重新评估。该理论的另一种形式认为并购要约会激励目标企业管理层自身贯彻更有效的战略。

市场势力理论。市场势力理论的核心观点是,增大公司规模将会增大公司势力。兼并的一个重要动因就是为了增大公司的市场份额,也即增大公司相对于同一产业中的其他公司的规模。

2. 国内研究现状

资本运营在国外的研究已经趋于成熟,但在我国还属于一个新的认知领域。从目前国内的研究来看,学术界就一些主要问题已经达成了共识,只在一些具体的问题上还存在分歧:

从正式发表的文献资料来看,1929年第2期《经济研究》中刊登的由蒋一苇、唐丰义合著的《论国有资产的价值化管理》一文中,资本运营一词第一次出现^[8]。在国有企业改革初期,以刘文通为代表的经济学者对“国有企业资产如何与市场经济相结合并进行资本运营”这样一个转轨经济问题进行了充分的讨论,提出了国有企业“准兼并”假说,进而探讨国有企业从准兼并机制转向兼并机制的相关理论。

徐纪敏认为,“资本运营”的基础是实物形态和价值形态的相互转化^[9];“资本运营”的理论依据是利润平均化,“等量的资本取得等量利润”,在此重要经济法则的支配下,资本主义的经济结构随时都在进行有效的调整:企业的市场地位是“资本运营”的条件。

乔春华认为,我国的企业经营管理方式经过了三个发展阶段:在计划经济时期是生产管理型阶段,主要指标是产值;在计划商品经济时期是生产经营型,主要指标是商品销售额;进入社会主义市场经济体制时期成为资本运营型^[10]。

屠纯高认为,所有权与经营权分离是西方现代企业制度的核心特征,企业的治理结构由资本所有者即企业经营管理者传统结构转向资本所有者与职业经理人员的治理结构,就是现代意义上的“资本运营”^[11]。在资本运营过程中,企业的所有经济资源,包括可以计量和不可计量的,都可以看作是可以创造价值的资本,而整个企业本身也是资本,也就是说,资本运营是现代企业制度的内在本质要求,现代企业制度最基本的经济学原理就是资本中心原理。

资本运营的目标是实现资本最大限度的增值已是大家的共识,但在资本运营

的内容与形式方面还存在着各种观点:

中国企业管理研究会理事长张志葆认为,资本运营包括两个方面:一是资金、名牌产品、设备、厂房等硬件的运营;二是企业所有应该享受、应得的权益(其中也包括科技、商标、专利、信息等软件)的运营^[12]。他认为进行股份制改造,转换经营机制是进行资本运营的有效方式。

曾晓洋认为资本运营可分为四种基本类型,即产权资本经营、实物资本经营、无形资产经营和金融资本经营^[13]。

张秀英,郭丽认为资本运营不仅是货币资本的集聚,也包括了产品、资金、技术、房地产、人才、各种无形资产及债务的有效组合及经营,它贯穿于社会生产的全过程,是一个完整的系统^[14]。资本运营微观上是单个企业对自己拥有的资源和各种生产要素进行筹划、管理和配置,以提高自身的素质和市场竞争能力;从宏观上是指社会总资本的运作,即对整个社会范围内的资源进行优化配置,提高整个社会资本运作效益。

郭元希认为:资本运营是通过对资本的买卖和通过对资本的使用价值的利用,使资本能够重新创造新的价值,并带来更多的增殖,也就是实现资本盈利的最大化^[15]。资本运营包括了两个方面:一是通过资本市场对资本进行买卖,二是通过对资本的使用价值的运用实现资本价值的增长。

王慎之把资本运营的形式归结为“三大要素”:组合和重组;凝集和引进;增殖和积累^[16]。

夏乐书、李琳认为,资本运营的内容有资本筹集、资本投入、资本周转、资本增值和增值资本的分配^[17]。许多学者都认为资本运营的主要形式是控股、并购、资本托管、债券或投资基金、租赁承包、承包经营、破产、拍卖与出售、租赁经营、合资、利用无形资产盘活有形资产、直接融资等。

对于资本运营的主体,乔春华认为是资本的经营者而不是资本的所有者,资本运营属经营范围^[18]。他认为对资本运营方式的描述规范的描述应该表示为“流动和重组”,其中“流动”包括划转、收购、租赁、出售、承包经营、技术改造等。“重组”包括兼并、股份改造、组建企业集团、联营等。

还有一些学者归纳了资本运营的若干原则如资本增值原则、系统整合原则、机会成本最小原则、竞争力最大原则、周转时间最短原则、规模最优原则、结构最优原则等。

对于我国当前资本运营的情况,杨桦指出存在着观念上的不适应、体制上的不适应、功能上的不适应、能力上的不适应、政策法规上的不适应、技术和人才上的不适应等问题^[19]。

刘恩禄从资本经营的角度提出理财新观念,他认为财务管理是对资本运动的

管理,要以资本增值最大化作为财务目标^[20]。

王凯,谢海涛认为,我国资本市场总体规模偏小,企业直接融资比例过低、间接融资比例过高导致了国有企业高负债率,而产权交易市场和终结结构的培育不足问题影响着资本运营的发展^[21]。

1.2.2 资本运营效果评价文献综述

本文从超额收益率法、财务指标法和其他方法等三方面对资本运营效果评价方面的文献进行综述。

1. 超额收益率法研究综述

Mandek(1974)利用20世纪70年代新发展起来的事件研究方法,通过建立一个股票价格波动模型,论证了“并购是以市场体系取代无能管理”的观点^[22]。1985年,美国总统经济顾问委员会在总结了大量此类研究成果的基础上,得出结论认为:并购提高了效率,改善了资源配置,有效促进了公司管理^[23]。

对于被并购方,国外许多经济学家尽管采用的样本以及测量的区间不一致,具体方法上也存在一些差异,但都得出相似结论,即被并购方股东总是并购活动的绝对赢家,不同的仅仅是收益的多少而已。例如Jensen&Ruback(1983)在总结13篇文献的研究成果后指出,成功的兼并会给目标公司股东带来约20%的反常收益,而成功的收购给目标公司的股东带来的收益则达到30%^[24]。Schwert(1996)研究1975~1991年间1814个并购事件后指出,目标公司股东的累计平均超常收益为35%^[25]。但国内学者所得到的结论却并不完全一致。如张新(2003)对1993至2002年中国上市公司的1216个并购事件进行实证研究表明,并购为目标公司创造了价值,目标公司股票溢价达到29.05%,超过20%的国际平均水平^[26]。而李善民和陈玉罡(2002)对1999至2000年中国上市公司的394个并购事件进行实证研究表明,并购对目标公司股东财富的影响不显著^[27]。

实证争论的焦点主要集中在并购方股东能否从并购活动中获利。Jensen&Ruback(1983)指出,在成功的并购活动中,被收购公司股东约有4%的反常收益,收购公司的反常收益则为零^[26]。Agrawal, Jaffe&Mandelker(1992)研究了并购后的业绩。他们采用一个包含美国937起兼并交易和227起要约收购交易的更大样本,发现收购企业的股东在兼并完成后五年间都损失了财富的10%^[28]。

张新(2003)得出的结论为:并购对收购公司股东产生了负面影响,收购公司股票溢价为-16.76%^[26]。李善民和陈玉罡(2002)得到的结论为:并购能给

收购公司的股东带来显著的财富增加^[27]。

张兰和刘爽(2006)以现金流量、负债资产率等财务指标对样本的超额收益率进行解释,基本具备显著性。在加入诸如总资产、大股东持股比例以及股权性质等经典变量后,除负债资产率仍有较强的解释力外,其它财务比例的解释力明显减弱。将经营性现金流变量换为每股经营性现金流变量后,其表现出独立的解释能力^[29]。

张秀兰(2006)将并购活动分为三种类型:股权收购、资产收购、股权转让,研究结果表明:目标公司在这三种类型的并购中都存在显著的正的超额累计收益,吸收合并类的收购企业在宣告期内的超额累计收益为负,但没通过显著性水平检验,对并购的长期绩效研究排除了目标公司的行业因素。最后阐明并购后两年内目标公司的业绩会有明显改善^[30]。

由此可见,国内外学术界在该领域的实证研究尚没有一致的研究结论。

2. 财务指标分析法研究综述

陈信元,原红旗(1998)以1997年重组公司为样本进行了实证研究,比较了公司重组前后的四个会计指标,发现重组当年样本公司的每股收益(EPS)、净资产收益率(ROE)和投资收益占总利润的比重较重组前一年有所上升,而公司的资产负债率则有所下降,这些会计指标变动幅度与重组方式和重组各方的关联关系有关^[31]。

大鹏证券研究所的一份研究报告对1998年深沪上市公司重组绩效的实证分析用样本公司重组前后主营业务收入增长率、净利润增长率、每股收益及其增长率、净资产收益率及其增长率等财务指标,考察了上市公司股权转让、对外兼并收购、资产置换和资产剥离等重组类型和不同地域样本公司的业绩变化,发现重组当年控制权转让类重组样本公司的净利润、每股收益和净资产收益率平均增长率均为负值;对外收购兼并类重组样本公司的主营业务收入和净利润都有一定增长,每股收益和净资产收益率则仍呈负增长;资产置换类重组样本公司的业绩则大幅度增长;资产剥离类重组样本公司当年业绩则有下降^[32]。

彭志刚(1999)对1997年192家上市公司重组动因、目标进行分析,从实证角度划分了企业重组的模式,并对不同模式的绩效进行比较,得出结论:除出售部分股权(或资产)及投资参股两类外,其余重组上市公司绩效大都高于深沪两市上市公司业绩的平均水平;除改变或拓宽主营业务、第一大股东易主外,其他重组模式的效果均有好有坏。资产重组是否能收到预期效果与采用的重组模式无必然联系^[33]。

冯根福、吴林江(2001)采用以财务指标为基础的综合评价方法,对1995~1998年201家上市公司并购绩效进行了实证分析,结果表明,上市公司并购绩

效有一个先升后降的过程；不同并购类型在并购后不同时期内业绩不相一致；并购前上市公司的第一大股东持股比例与并购绩效在短期内呈正相关关系^[34]。

张文璋、顾慧慧（2002）的实证结果表明，有 60.08%的上市公司在并购后的经营业绩综合实力得到改善，而另外 39.92%的上市公司经营业绩没有得到改善或出现恶化^[35]。

朱乾宇（2002）选取在 1998 年度内进行了公司并购的 126 家上市公司作为研究对象，对影响公司并购绩效的诸因素进行了多元线性回归分析，结果显示，收购金额占收购公司净资产比例高、收购公司在该年度内进行了资产置换的并购公司绩效较好，而存在关联交易及承债式并购的并购公司绩效较差。此结果说明，在我国现阶段，在公司资金允许的情况下，宜适当选取规模较大的目标公司进行并购，承债式并购方式不值得提倡，此外，限制关联交易和适当剥离不良资产对提高公司业绩具有积极作用^[36]。

闻博（2003）对 1997 年 70 家上市公司的并购绩效进行了实证，结果表明，上市公司的股权结构对并购活动的成败起着重要作用。国有股、法人股和流通股主导的上市公司的并购成功率分别为 25%、36.3%和 20%^[37]。

方芳，闫晓彤（2003）对我国上市公司从事着大量的并购活动进行实证研究，通过对上市公司财务和会计数据的实证分析，得出结论：在上市公司并购中应积极拓展有实质性的规模扩张，同时在产业转型中更应注重原有产业的技术升级和致力于营造公司主业的强势竞争力，从体制和制度上为企业发展创造良好的条件和环境。同时证检验结果表明，在三种并购类型中，横向并购的绩效明显优于纵向并购与混合并购^[38]。

陈宏民，李泉（2004）从财务指标和市场反应两方面着手，用统计方法和事件分析法重点分析 1997 年非关联资产重组对上市公司绩效的影响：重组活动未能有效改善公司的经营绩效，尤其是那些绩优公司的重组活动效果更不理想；相对而言拥有 B 股的公司其重组绩效优于总体^[39]。

赖步连等（2006）认为国内现有的研究主要从投机、盲目扩张以及政府干预等角度加以解释，没有关注投资者的股市反应引致股价波动对并购绩效的影响。国外大量的研究已经发现，投资者异质预期引发的异质波动可能是造成并购后长期绩效低下的一个重要原因。因此，他们基于中国上市公司并购绩效的实证研究表明：以股价反映的收购公司长期绩效（1—3 年）呈明显下降趋势。投资者的异质预期能够有效解释我国证券市场上的收购损益之谜^[40]。

3. 其他评价方法文献综述

檀向球（1998）对沪市 1997 年的 198 个重组案例进行研究，建立了包括主业利润率、净资产收益率、资产负债率、主业鲜明率等 9 个指标的资产重组后绩效

评价体系,结论是进行兼并扩张的企业绩效下降,发生股权转让的上市公司经营状况得到改善,进行资产剥离股权出售和资产置换的上市公司业绩显著提高^[41]。

王跃堂(1999)从关联方关系的角度出发,对资产重组进行分类,运用实证研究的方法对1998年5月之前的172家实行单一资产重组方式的上市公司进行研究,结果是关联方资产重组较非关联方资产重组有更为明显的操纵财务报告业绩的倾向,关联方资产重组采用资产置换的比例远高于非关联方,但其绩效并未好于非关联方^[42]。

陆国庆(2000)对1999年沪市上市公司不同类型的资产重组进行了绩效比较,结果认为资产重组能显著改善上市公司业绩,对于绩差公司而言尤其如此,但不同的重组类型绩效相差较大。用股权收益率来评价,以资产剥离、收购兼并、第一大股东变更的股权转让、资产剥离、收购兼并的绩效最好,单纯的收购兼并次之,资产置换和没有实质性重组的股权转让不但没有改善企业业绩,相反还恶化了企业的财务状况^[43]。

高见和陈歆玮(1999)的研究成果表明,是否属于相关或相似行业资产重组与重组绩效没有相关性,但壳题材公司经营绩效改善程度相对较大,效果相对较好,对经营处于困境的企业进行资产重组后业绩改善的效果明显高于对经营状况较良好企业进行资产重组的效果^[44]。

范从来和袁静(2002)按照并购双方行业的相互关系,把并购分为横向并购、纵向并购和混合并购。他们认为公司所处产业的性质(成长性、成熟性、衰退性)在很大程度上影响着不同类型并购的绩效,处于不同性质产业的公司进行不同类型并购后的绩效不同,并利用我国上市公司1995~1999年336次并购事件进行实证分析的结果表明:处于成长性行业的企业进行横向并购绩效相对最好;处于成熟性行业的企业进行纵向并购绩效相对最好;处于衰退性行业的企业进行横向并购的绩效最差^[45]。

李善民(2004)以1999~2001年发生兼并收购的84家中国A股上市公司为样本,以经营现金流量总资产收益率来衡量和检验上市公司并购后的绩效,采用多元回归方法分析和检验影响并购绩效的有关因素。分析结果表明,上市公司并购当年绩效有较大提高,随后绩效下降甚至抵消了之前的绩效提高,并购没有实质性提高并购公司的经营绩效;交易溢价、行业相关性、相对规模、收购比例、第一大股东持股比例等是影响并购绩效的主要因素,他们认为这些因素可以解释并购后主并公司经营绩效的变化^[46]。

阎大颖(2006)探讨了收购企业所属行业整体层面与企业微观层面的绩效水平与并购行业模式及其所反映的动态多元化经营战略之间具有的互为因果关系。通过对1998-2004年中国A股非金融上市公司发起的并购进行考察,揭示出企

业微观与行业层面历史绩效对并购行业模式具有显著的决定性作用,并根据理性预期和产业经济学理论,对形成这种关系的企业内部和市场外部因素进行了探索性的阐释^[47]。

彭晓英和鲁永恒(2005)、汪群等(2006)认为公司并购绩效的实现,其内在机制就是核心能力体系的重新构建和提升,企业要想使并购最终获得良好的绩效,就应该注重对核心能力的追求和培养^{[48][49]}。

潘杰,唐元虎(2006)认为公司治理结构对上市企业的并购绩效有一定的影响,为了了解治理指标与并购绩效指标的关系,文中采用了不同于其他研究的二维分类法,建立了计量模型进行了统计分析。研究结果表明:适当的第一大股东股权比例及管理层持股有利于提高公司的并购绩效,并提出了适当提高管理层持股的比例的建议^[50]。

国外学者研究并购绩效,除了用并购公司股票中超常收益来衡量股东的财富变化外,也用财务指标来衡量兼并收购后企业的绩效。Singh(1971)用这种方法,考察了英国1954~1960年涉及并购的公司,发现收购公司在收购后的盈利能力下降^[51]。Healy等(1992)以经营现金流量总资产收益率来衡量并购的绩效,研究了1979~1983年美国工业行业前50大并购案例,认为并购提高了这些公司(相对于行业)的绩效,并且绩效的提高与股东价值的增加高度相关^[52]。Limmack(2000)认为以现金流来衡量并购的绩效可避免一些会计操纵问题^[53]。

1.3 研究方法思路

本文重点对华锡集团资本运营的内外环境、资本运营效果评价、适用于华锡集团资本运营的策略方法等进行了研究。本文以资本运营的相关经济学理论为基础,以对华锡集团的实地调研为依据,利用PEST和SWOT等方法对华锡集团面临的内外环境进行分析,初步建立资本运营效果评价模型,对华锡集团的资本运营状况及相关的财务管理决策进行实证研究。结合华锡集团的发展要求从事本课题的研究,希望为华锡集团有限责任公司资本运营过程提供理论依据与方向指南。

论文的研究思路如图所示:

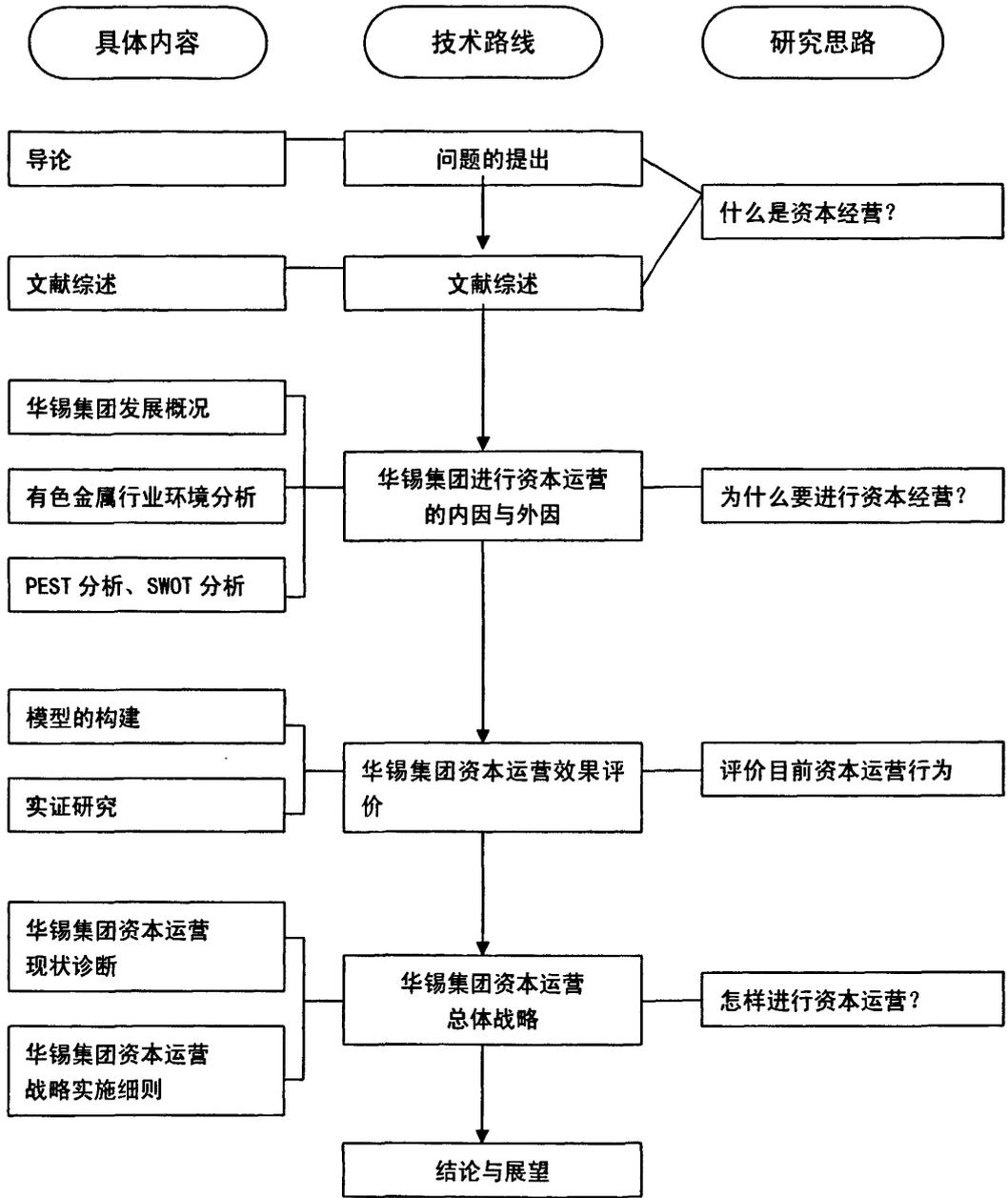


图 1-2 论文研究思路图

1.4 研究内容

论文具体的研究内容如下：

第一部分：在总结理论界对资本运营研究成果的基础上，理顺有关资本运营

的认识思路、纠正认识偏差，并通过分析资本运营的最终目标、资本运营在企业中的战略地位以及资本运营战略的不同类型，使读者对资本运营有了总体上的把握，同时，进一步讨论我国国有企业资本运营中存在的问题，为华锡集团资本运营战略的提出打下了坚实的理论基础。

第二部分：首先，论文系统地分析了华锡集团的发展概况，并进行了详尽的有色金属行业环境分析，在此基础上，论文利用 PEST 和 SWOT 等方法对华锡集团面临的内外部环境进行全面分析，为华锡集团资本运营策略提出建议打下了充分的现实基础。

第三部分：针对华锡资本运营行为的特殊性，本文结合企业经营效果评价、资本运营效益评价中的前后法以及应用分段函数并借鉴“财政部统计司企业评价系统”原理，初步建立了企业资本运营效果评价模型，对华锡集团的初步资本运营行为进行了实证研究并进行了合理的评价。

第四部分：结合华锡集团的自身条件、行业特点以及所处的特有环境，论文对华锡集团资本运营现状进行了全方位的诊断，并针对性地为华锡集团资本运营设计了系统性的战略举措。

第2章 资本运营战略与效果评价的理论基础与研究方法

2.1 资本运营战略概述

2.1.1 战略管理的意义

一般而言,企业的战略管理,是从对企业内部和外部的环境分析入手,确定企业的战略目标,制定战略计划,实施战略步骤的管理活动。企业的战略管理是其竞争战略思想的具体化。这意味着在现代市场经济体系中,企业之间的竞争已从低层次的产品营销性的竞争发展到高层次的全局性战略竞争。战略上的成功是企业在全球性激烈竞争中求生存、谋发展的根本保证。对企业内外环境进行分析,是借以明确企业现在所处的竞争地位;确定企业的战略目标则是指明企业如何以目前所处的竞争地位作为起点,明确其生产经营活动在今后较长期的发展方向和要求达到的业绩;战略计划则是战略目标的具体化,构成战略实施的依据和行动纲领。由于企业的生产经营是在一个经常变动的内外环境中进行的。企业内外环境、条件的复杂性与可变性必然使企业的战略计划表现为一个动态的“创新过程”,不能单纯依据既成的事实和“历史的数据”作为判断的依据,而应充分发挥人的创造性、想像力和洞察力,通过适时的不断修正,使之愈趋完善。

2.1.2 资本运营战略内涵

企业战略可分为三个重要的层次,即企业总体战略、经营战略和职能战略。资本运营战略属于企业的总体战略。资本运营战略是根据企业战略目标的要求,对企业可以支配的资源进行优化配置。其是在考虑了各经营单位战略的基础上制定的,反映了各经营单位的战略目标要求。

资本运营战略具有以下特点:

1. 资本运营战略是企业内部成长战略和外部成长战略相结合的战略。

企业内部成长战略主要是依靠企业自己的技术、资金力量,并结合外部的资源,在企业内部进行发展的战略。企业外部成长战略是通过联合、并购、参股、租赁等多种经营方式实现企业的外部性成长的战略。

2. 资本运营战略是开放型战略。

资本运营战略不仅考虑资源,还将外部资源纳入企业经营的范围。传统的战略模式强调对现存业务进行计划和管理,这就使战略管理者把更多的精力投入到企业内部,这种模式不能适应日益开放的环境。资本运营战略将视角伸向企业外部,通过兼并、收购等途径实现资源的扩张。

3. 资本运营战略是资源整合型战略。

资本运营通过兼并、收购、租赁等,将企业可以支配的资源扩大,在这个基础上进行资源的整合,使被兼并、收购、租赁企业的资源与自己企业的资源形成互补和协同效应,从而带来企业整体价值的巨大增长^[54]。

2.1.3 资本运营战略的类型

资本运营战略包括发展性资本运营战略、紧缩型资本运营战略、稳定性资本运营战略及组合战略^[55]。

1. 发展型资本运营战略

发展型资本运营战略包括以下几个类型:

①集中发展型资本运营战略。即集中企业的资源,以快于过去的增长速度来增加现有产品或劳务的销售额、利润额或市场占有率。

②同心多样化资本运营战略。即增加同企业现有产品或劳务相类似的新产品或新劳务。

③纵向一体化资本运营战略。即向前一体化,组织自行销售其产品或劳务;向后一体化,组织自行供应其生产现有产品或劳务所需的部分或全部产品或劳务。

④横向一体化资本运营战略。即企业通过购买、联合或兼并与自己有竞争关系的企业的发展战略。

⑤复合多样化资本运营战略。即企业增加与组织现有产品或劳务大不相同的新产品或劳务,他可以在组织内部或外部产生,但更多的是通过对其他组织的合并及合资经营方案而来。

2. 紧缩型资本运营战略

①抽资战略。即减少企业在某一特定领域内的投资、将引出的现金流量投入新的或发展中领域。

②转向战略。即企业试图扭转财务状况、提高经营效率所采取的战略,目的是渡过难关,扭转形势,然后采用新战略,关键是有系统、完整的战略观念。

③放弃战略。即卖掉公司的一个主要部门,此主要部门可以是一个战略经营单位、一条生产线或是一个事业部。当抽资或转向失败后,常用此战略。

④清算战略。即通过拍卖或停止全部经营业务来结束企业生命,通常在其他

战略全部失效时采用。

3. 稳定型资本运营战略。即既不采取发展型战略，也不采取紧缩型战略，而是保持企业既有状态，对处于正在上升的产业和稳定环境的企业有效。

4. 组合战略。许多企业并不局限于实施单一的战略，而是将战略组合起来，具体包括：

①同时战略。在增设其他战略经营单位、产品线或事业部的同时放弃某个战略经营单位、产品线或事业部；在其他领域或产品并行发展的同时，紧缩某些领域或产品；对某些产品实行抽资战略，而对其他产品采用发展战略。

②顺序组合。在一定的时期内采用发展战略，然后在一定时期内实行稳定发展战略；先使用转向战略，待条件改善后再采取发展战略。

2.2 资本运营效果评价概述

2.2.1 资本运营效果评价的意义

首先，现代企业是以所有权和经营权相分离为主要特征的，而拥有所有权的所有者和拥有经营权的经营者都是企业的控制主体。

对企业所有者来说，他最关心的是其投入资本的安全性和收益性，即实现资本保值、增值目标，而这一目标的实现必须以有效的绩效评价作为保证。资本运营效果评价的重要目标之一是获取真实、相关、及时的评价信息。所有者通过评价信息可以及时了解企业进行资本运营前后的财务状况和经营情况，通过对评价指标的分析能够掌握资本的安全性和收益性，从而对经营者进行必要的干预。此外，资本运营效果评价能够促使企业在资本运营的过程中经营效益最大化目标的实现，而这正是所有者控制企业、控制经营者的目的，并与其企业价值最大化的根本目标相一致。由此可见，资本运营效果评价是保证所有者利益的关键。

对经营者而言，经营者直接实施资本运营的各项举措，他对资金的运营、运作有直接责任，因而他有着得天独厚的信息优势。许多信息从所有者财富最大化角度考虑应该披露，而经理阶层从自身利益出发，只会选择少量披露甚至不披露。从而可能损害股东利益。由于信息不对称可能引起经营者“偷懒”动机和“道德风险”等问题因此，资本运营效果评价是其履行受托经济责任，实现企业经营效益最大化目标的重要保证。

其次，资本运营效果评价系统可以把企业的战略使命转化成具体的目标和测评指标，企业的所有者能够快速、全面地了解掌握企业的现状和未来，同时企业的经营者能够在大量的信息数据中，集中精力于那些对资本运营效果有关键作用

的信息和数据,并且从整个系统中可以观测到任何一个指标的修正对其他指标的影响,并领悟、掌握其中的关联关系,便于进行最好的指标组合。因此,良好的评价系统是一个非常好的管理反馈系统。从而有利于正确引导企业的资本运营行为,提高竞争实力。随着企业竞争的加剧,企业能否在竞争中立于不败之地,已不再完全取决于内部的生产能力和管理水平,而主要取决于企业战略性竞争优势的取得。这里的战略性竞争优势是指企业在同业中所具有的长期的、稳定的、综合的竞争实力,关键是形成其特有的核心竞争力,包括通过技术创新所形成的技术优势、通过产品创新所形成的产品优势、通过制度创新所形成的组织和人才优势等。战略性竞争优势必定在战略经营业绩上体现出来。

最后,资本运营效果评价系统有利于企业有限资源的合理运用。这包括了企业获利能力、资本运营、债务状况、经营风险、等多方面的内容评价,可以全面系统地剖析影响企业目前经营和长远发展等方面因素,能够全方位地判断资本运营行为的真实状况,因此,通过评价可以促使企业对有限的资源进行合理的配置,将企业的近期利益与长远目标结合起来。

同时,资本运营效果评价模型的建立在企业内形成一套完整、有效的资本运营效果评价体系,便于企业的所有者和经营者从繁多的指标中找出影响资本运营行为短期效益和长期发展之间的联系,更好地做到企业短期目标和长期目标间的平衡。

2.2.2 资本运营效果评价方法

评估资本运营效果的方法较多,本节着重介绍常用的三种方法。

一、前后法

评价资本运营效益,最简单的方法是把资本运营实施前的效益与实施以后达到的效益进行对比,来评定资本运营的效益。这就是所谓的前后法,它是前——后对比法的简称。例如,在某企业进行技术改造的情况下,把企业技术改造后所达到的盈利额与技术改造前就存在的盈利额进行对比,来评定技术改造项目的效益。又如,某企业在并购或联营的情况下,把并购联营实施后的效益与实施前的效益进行对比,来评定资本运营的效益。

二、静态法

所谓静态法,是指不考虑时间因素、不计算资金的时间价值(因时间变化而引起的资金价值量的变动)的一种投资效益评价方法。静态法计算简便,通俗易懂,一般可用于建设期短的小型项目,对于建设期长的大中型项目也可作为一种辅助的评价方法。

三、动态法

动态法是静态法的对称，它是评价投资效益中最常用的方法之一，当然该方法也适用于资本运营效益的评估。

所谓动态法，是指在投资效益评价中考虑时间因素、计算资金的时间价值的一种评价方法。进行动态评价，先要把不同年份的资金流量，按折现率折现到基准年的现值，然后根据现值，计算分析项目的经济效益^[56]。这种评价方法更能准确地反映投资效益。

例如有甲乙两个计划能力相同、投资总额相等，但各年资金流量不同的新建厂项目。其具体资料见表 5-1:

表 5-1 甲厂、乙厂基本数据

单位: 万元

	资金流量指标	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年
甲厂	投资额	100	500	400				
	盈利额				200	250	250	300
乙厂	投资额	400	500	100				
	盈利额				100	200	380	380

从表 5-1 中可以看出: 甲厂和乙厂在建厂期间全部投资均为 1000 万元, 甲厂投产后 4 年期间提供的盈利额为 1000 万元, 乙厂投产后 4 年期间提供的盈利额为 1060 万元。采用静态法来评价, 甲厂投资回收年限为 4 年, 乙厂的投资回收年限短于 4 年, 显然乙厂的投资效益要好于甲厂。

但采用动态法时, 则会得出另一结论。现设折现率为 10%。我们进行动态评价: 第一, 按折现率把各年的投资额折现到基准年的现值; 第二, 按折现率把各年的盈利额折现到基准年的现值; 第三, 分别求出盈利额现值总和与投资额现值总和; 最后, 把两者相减, 求得净现值。

运用上表资料计算:

$$\begin{aligned} \text{甲厂净现值} &= \text{盈利额现值总和} - \text{投资额现值总和} = \\ & \left[\frac{200}{(1+10\%)^4} + \frac{250}{(1+10\%)^5} + \frac{250}{(1+10\%)^6} + \frac{300}{(1+10\%)^7} \right] - \left[\frac{100}{1+10\%} + \frac{500}{(1+10\%)^2} + \frac{400}{(1+10\%)^3} \right] \\ &= 586.90 - 804.66 = -217.76 \text{ (万元)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{乙厂净现值} &= \text{盈利额现值总和} - \text{投资额现值总和} = \\ & \left[\frac{100}{(1+10\%)^4} + \frac{200}{(1+10\%)^5} + \frac{380}{(1+10\%)^6} + \frac{380}{(1+10\%)^7} \right] - \left[\frac{400}{1+10\%} + \frac{500}{(1+10\%)^2} + \frac{100}{(1+10\%)^3} \right] \\ &= 601.98 - 851.99 = -250.01 \text{ (万元)} \end{aligned}$$

计算结果表明：甲乙两厂净现值均为负数，这说明在计算时间价值后，两个工厂在投产 4 年后都还没有收回全部投资；但相比之下，甲厂的净现值大于乙厂，这说明甲厂的投资效益要好于乙厂（按静态法评价时，乙厂的投资效益要好于甲厂）。

从广义来理解，动态法与静态法的区别还在于：静态法不考虑项目服务年限（经济受明）的长短，而动态法则要考虑到这个时间因素。科学评价投资效益，还应有个时间整体性问题，即：评价观察时间，还要有项目建设期初至投资回收期末，延伸到建设期初至服务期末，观察系统的整个生命周期^[57]。

动态法能全面、准确地反映投资效益水平，采用这种方法来评价投资效益，有利于增强经营者的时间观念、信息观念和资金周转观念，促使企业更有效地营运资本。在企业有效资金供给不足的情况下，采用动态法评价投资效益则更有其现实意义。

第 3 章 华锡集团发展概况及内外部环境分析

3.1 华锡集团有限责任公司发展概况

3.1.1 华锡集团历史沿革

1951 年, 大厂锡业收归国家开发, 成立了大厂锡矿; 1962 年, 大厂矿务局成立, 隶属于广西冶金局; 1995 年, 大厂矿务局按建立现代企业制度要求改制为有限责任公司, 成为国有独资公司。柳州华锡集团有限责任公司经过 50 多年目前已成为国家特大型有色金属企业, 1997 年被国家列为重点支持的 512 户重点企业之一, 2004 年被国家列入“中国工业企业 1000 大”, 2005 年经国家质检总局评选, 华锡集团生产的“金海”牌锡锭, 再次荣获中国名牌产品称号, 现已建立了国家级技术中心和博士后工作站。

华锡集团拥有得天独厚的矿产资源, 其中锑储量居世界第一位; 锡占广西总量的 70% 多, 约占全国总量的三分之一; 锌占广西总量的 60% 强, 居全国第二位; 锑名列全国前茅, 同时富含铂、钨、钼、镓、锗、铊等可综合回收的稀有、稀散金属元素; 其矿山所在地丹池矿带的资源潜在价值 4000 多亿元, 发展前景十分广阔。

华锡集团以产锡为主, 综合回收锑、铅、锑、锌、银、镉、铋等多种金属。1992 年华锡集团是中国同类企业中首家在英国伦敦金属交易所注册; 1996 年在全国锡冶炼行业中第一家通过国家 ISO9002 质量体系认证; 铅锭、高铅锑锭、锡铅焊料、锡基铸造轴承合金等产品荣获省部级优质产品称号。“金海”牌系列产品远销欧、亚、美三大洲的几十个国家和地区, 在国际享有很高的商誉。

华锡集团目前下属有 33 个厂矿、分公司、子公司, 分布在广西壮族自治区柳州市、河池市和来宾市, 在北京、香港、沈阳、上海、深圳、郑州、武汉、成都设立有销售公司。通过不断深化改革、整合资源, 华锡集团将逐步发展成为集科、工、贸于一体的跨行业、跨国、跨所有制经营的特大型企业集团。

3.1.2 华锡集团组织架构

华锡集团属于广西壮族自治区国资委的控股，下设董事会、监事会。董事会聘任总经理负责集团公司的日常运作，并向其负责。在总经理下面共设有 18 个职能部门和控股子公司、分公司、全资子公司。其组织结构如图 3-1 所示：

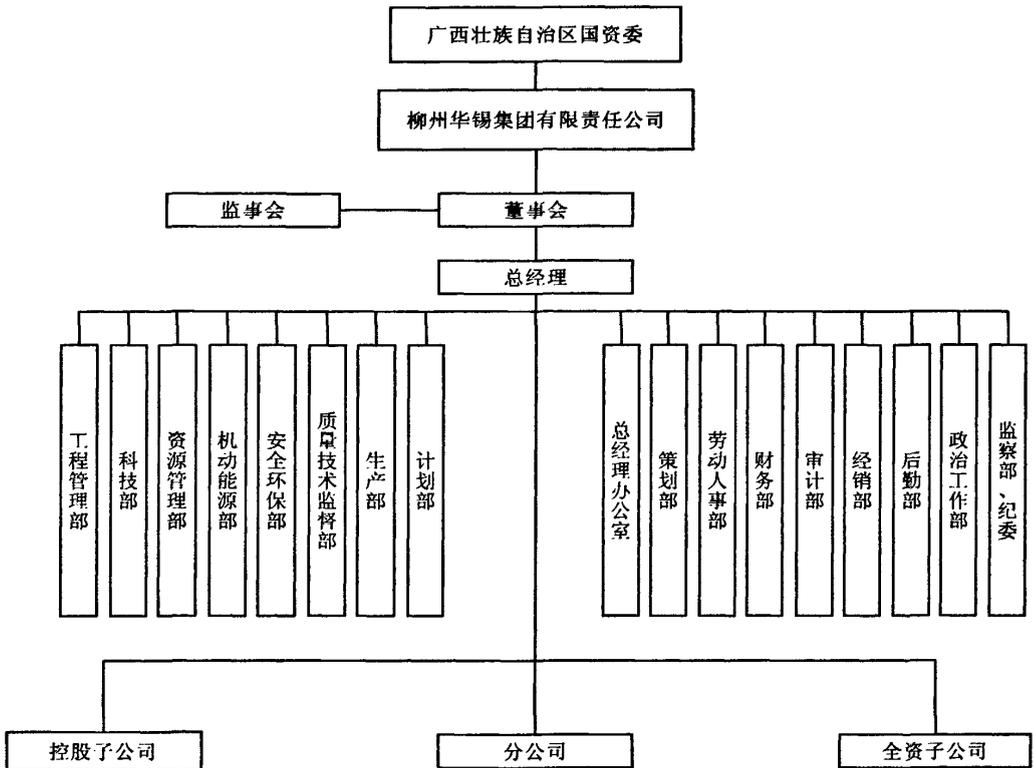


图 3-1 华锡集团公司组织结构图

3.1.3 华锡集团主要产品构成情况

目前华锡集团的产品以锡为主，综合回收铜、铅、铋、锌、银、镉、铟等多种金属。包括：锡锭、铅锭、高铅铋锭、铋锭、银锭、金锭、硝酸银、硫醇铋、焦铋酸钠、胶态五氧化铋系列产品、2 号油、锡基轴承合金、锡铅焊料、锡制工艺品、锡粉、硫酸亚锡、氯化亚锡、硫酸锌、三氧化二铋、水合铋酸钠、ITO 靶材、ITO 粉等（见表 3-1）。

表 3-1 华锡集团公司产品品种明细

产品系列	产品品种
有色金属	锡锭、铅锭、锌锭、铋锭、高铅铋锭、铸造锡基轴承合金锭、铅基轴承合金锭、新型抗氧化锡铅焊料 镉锭、粗铋、粗铜
稀贵金属	铟锭、银锭、金锭 高科技产品/新产品: ITO 靶材、ITO 粉
化工产品	氯化亚锡、硫酸亚锡、锡粉、氧化亚锡、二氧化锡、三氧化二锡、焦锑酸钠、硫代硫酸钠、七水硫酸锌

3.1.4 华锡集团经营业绩

华锡集团目前拥有从业人员 14200 余人,其中包括了 3200 多位各类专业技术人员。经过一代又一代华锡人的不懈努力,华锡集团目前已形成年采选 250 万吨矿石、年冶炼 2.5 万吨锡、80 吨铟、4 万吨铅铋、6 万吨锌、70 吨银的生产能力。

华锡集团公司 2007 年实现主营业务收入 50.86 亿元,完成年度奋斗目标 40 亿元的 127.15%,同比 36.6 亿增加 14.26 亿元,增长 38.96%。其中:出口创汇 5157 万美元(折合人民币 3.77 亿元),同比减少 1020 万美元,下降 16.51%。利润总额 2.64 亿元,同比增加 1.13 亿元,增长 74.83%。实现利税总额 7.13 亿元,同比增加 2.1 亿元,增长 41.75%。实现利税费总额 7.5 亿元,同比增加 2.26 亿元,增长 43.13% (如图 3-2 所示)。

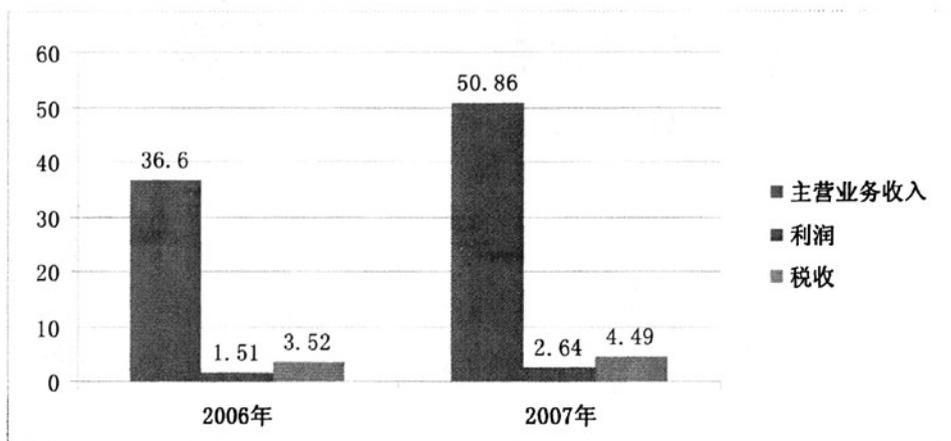


图 3-2 华锡集团近两年财务收益情况

华锡集团公司 2007 年工业总产值（现行价）全年累计为 34.71 亿元，同比增加 6.34 亿元，增长 22.35%。矿山出矿量累计完成 262.01 万吨，完成年计划的 125.96%，同比增加 33.27 万吨，增长 14.54%。选矿产品综合产量 6.66 万吨，完成年计划的 123.44%，同比增加 6952 吨，增长 11.66%。冶炼产品综合产量完成 94362 吨，同比增加 6603 吨，增长 7.52%。

其中：(1)锡产品产量 13193 吨，完成年计划的 97.01%，同比增加 17 吨，增长 0.13%；(2)电铅 2.18 万吨，完成年计划的 88.84%，同比减少 389 吨，下降 1.76%；(3)铋类产品产量 6629 吨，完成年计划的 82.87%，同比减少 2605 吨，下降 28.21%；(4)铟锭 44820 公斤，完成年计划的 140.06%，同比增加 8259 公斤，增长 22.59%；(5)铟 52641 吨，完成年计划的 99.98%，同比增加 9585 吨，增长 22.26%；(6)银类产品 52099 公斤，完成年计划的 130.25%，同比减少 14268 公斤，下降 21.5%；(7)硫酸 10.5 万吨，完成年计划的 150.03%，同比增加 25463 吨，增长 32%；(8)硫酸亚锡 1107 吨，完成年计划的 85.15%，同比增加 10 吨，增长 0.91%；(9)氯化亚锡 605 吨，完成年计划的 75.63%，同比减少 206 吨，下降 25.4%；(10)铟靶材完成 2437 公斤，完成年计划的 48.74%，同比增加 962 公斤，增长 65.22%。

2007 年华锡集团下属的矿山、选矿厂较好地完成集团公司下达的年度计划；冶炼产品产量中锡、铟系列产品完成得较好，但铅、铋及银类冶炼产品产量较上年同期都有不同程度地下降，尤其是自产产量所占比重继续呈下降趋势，加上外购原料、燃料及动力价格的上涨，成本控制压力增大。

3.2 有色金属行业环境分析

3.2.1 有色金属行业基本情况

有色金属是重要的基础原材料，广泛应用于国民经济和国家安全的各个领域。我国 10 种常用有色金属产品产量自 2002 年超过美国后，连续 6 年总产量稳居世界第一。我国有色金属工业经营效益良好（见图 3-3）。近 5 年来，有色金属工业总产值平均增长率达 26%，利税总额平均增长率达 19.7%。2007 年，10 种常用有色金属总产量达 2360 万吨，比 2006 年增长 18.7%。10 种常用有色金属中全部增长，且有 8 种增长幅度超过 10%。2008 年十种有色金属的产量会保持 10% 左右的增长，有色金属行业将继续保持稳定的发展；预计 2008 年仍将是行业调

整的一年，但行业的产量依然会保持增长，但增速将会较低；2007年有色金属价格的调整已经到底，随着经济健康稳定增长的保持，预计有色金属行业作为国民经济发展的基础行业之一，在2009年开始将会继续进入强劲的上升阶段，有色金属行业发展前景利好。

1990-2007年我国有色金属工业经营效益情况（亿元）

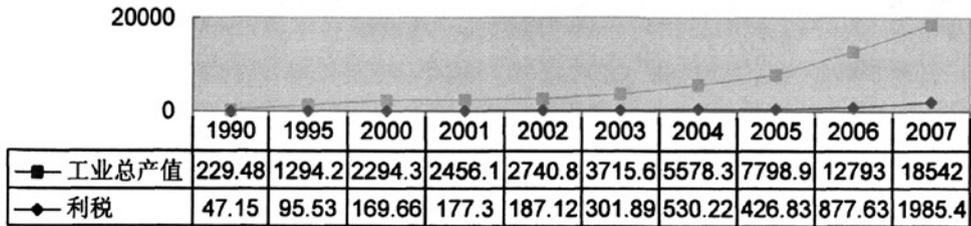


图 3-3 1990-2007 年我国有色金属工业经营效益情况

3.2.2 有色金属行业运行特点与发展趋势

1. 有色金属行业已经形成资源主导的格局

市场需求的旺盛增长使得上游原材料的供应日趋紧张，上游原料的供应紧张也使得相关金属冶炼企业的精矿加工费明显走高，导致冶炼企业的毛利水平受到挤压，近年来国内的冶炼产能扩张过快，导致主要有色金属品种的原料自给率逐年下降，对外依存度持续增加。随着中国工业化以及城市化进程的加速，这种状况未来几年仍将持续。

2. 有色金属行业发展趋势

(1)行业管理由行政管理转向以市场为导向。据有关报道，我国将原则上停止矿业权的行政审批，今后采取招标、拍卖等方式出让矿业权。这意味着我国对矿业权的管理方式将从原来的行政管理、无偿划拨转变为以市场为导向的有偿转让，这将有助于有色金属企业这样的企业提高矿山开采的经济效益，减少资源浪费以及资源过渡开采的现象。

(2)行业向集约化、集团化方向发展。我国“十五”发展规划中就明确指出，“有色金属工业要通过联合重组，培育 1-2 个具有国际竞争力的大型企业集团，组建 8-10 家具有比较优势的区域性集团。”有色金属企业在规模上与国外大型企业差距较大，通过与相关企业组建集团是提高企业竞争力的重要途径。

(3)有色金属企业多渠道融资将进一步加强。财政部表示，要鼓励矿山企业多渠道融资，包括股票、债券、项目融资等，并扩大利用民营资本和外资的规模。有色金属企业要扩大企业规模，完善产业链，就必须要多渠道融资，同时也面临

有利的国家财政政策。

(4)行业内的收购兼并将有所加快。外资的引入以及国内有实力的民营企业的介入将加速有色行业的并购重组。在加入 WTO 及全球经济一体化的背景下,矿业作为资源垄断型行业,今后将成为跨国公司收购的热点行业之一。这将使有色金属企业的矿山资源成为竞争的焦点,有色金属企业未来的发展很大程度上决定于其对矿山资源的控制能力。

(5)有色金属原料相对短缺已经成为制约我国有色金属工业发展的瓶颈。国家政策鼓励通过与国外矿山签订长期购买协议、海外投资办矿等多种方式建立稳定的原料基地。在世界经济一体化的背景下,有色金属企业要想做大做强,实施全球化发展战略是一个必然选择,在海外办矿将是获得稳定充足原料供应的重要途径。

3.2.3 有色金属行业竞争格局

原料、燃料是影响有色金属企业产品成本的主要因素,供应商具有很强的侃价能力,与供应商建立稳定的战略伙伴关系是有色金属企业缓解供应商威胁,并获取竞争优势的有效途径之一。

现有企业的竞相扩产,竞争焦点集中在对矿产资源的争夺,这导致市场竞争加剧,目前快速发展的竞争对手对有色金属企业构成巨大的威胁,延伸产业链或加强综合回收是有色金属企业有效利用资源和提高企业效益的突破口。资金实力雄厚或拥有资源优势的潜在进入者对有色金属企业的发展也构成一定程度的威胁。有色金属的回收再利用,对冶炼企业的销售市场和产品价格有一定的影响,但因此而对有色金属企业带来一定威胁。

客户对产品质量和服务要求的提高迫使竞争者必须加强技术研发的投入和对冶炼工艺进行改造,这会使有色金属企业的资金投入和经营成本增加(如图 3-4 所示)。

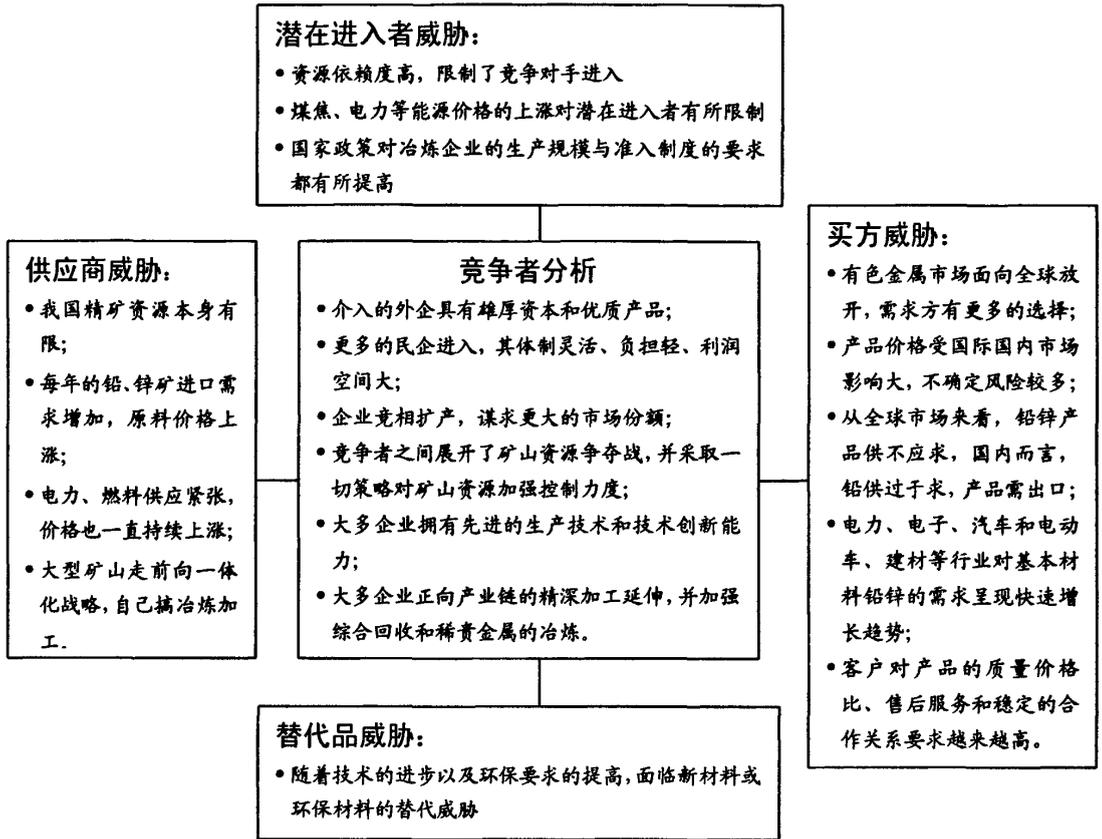


图 3-4 有色金属行业竞争格局

3.2.4 有色金属行业发展面临的风险因素

1. 煤、电等能源价格有进一步上涨的可能

有色金属行业属能源密集型的产业, 约占全部工业用电中的 9%; 煤、电联动方案使得未来电价存在进一步上调的可能性, 这将会使有色金属企业的生产成本增加, 盈利下滑。

国家发改委 2008 年 6 月 19 日宣布从 7 月 1 日起将全国销售电价平均每千瓦时上调 2.5 分钱。整体上看, 此次电价上涨对有色金属行业形成成本继续上涨的压力, 给有色金属行业带来了一定负面相应, 成本上升将进一步压缩行业利润。

但对于不同的有色品种, 冶炼工艺存在很大差异, 受到的影响也各有不同(见表 3-2、图 3-5)。分行业来看, 铜企受影响最小, 据此测算, 将提高炼铜成本约 40 元/吨, 将使铜企利润下降约 1%。电价上涨对锌冶炼企业也非常有限, 吨锌

成本将上升约 140 元。此次受影响最大的是电解铝企业，总成本将上升 580 元/吨，行业整体盈利能力将出现较为明显的下滑。

表 3-2 电价调升对铜、锌、铝成本影响

	平均耗电量 (度/吨)	电价调升 (元/度)	成本上升 (元/吨)	08 年 1-6 月均价 (元/吨)
阴极铜	1000	0.04	40	64110
电解锌	3500	0.04	140	18817
电解铝	14500	0.04	580	18770

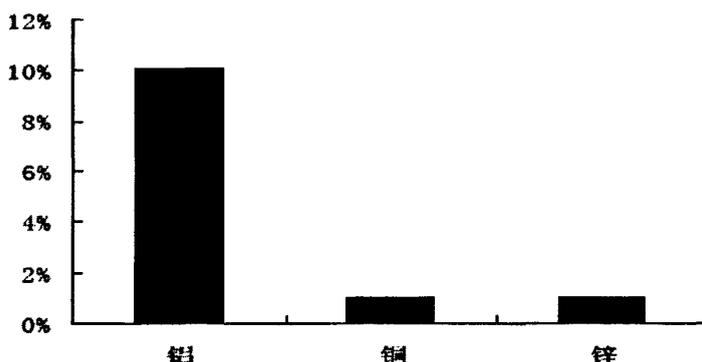


图 3-5 电价上涨 0.04 元/度对有色行业净利的影

2. 运输瓶颈仍将维持

全国范围内的运输紧张已成为煤炭等燃料价格上涨的主要原因之一；随着新交通法的实施以及打击超载力度的加大，全国公路运输量急剧下降，商品的运输瓶颈更加凸现，这使得有色金属下游消费的需求受到了一定抑制；已有相当多的金属类上市公司将原材料紧缺和采购困难列为企业产量下降的主要原因之一；预计未来几年全国范围内的运力紧张状况仍将持续。

3. 在未来几年内人民币继续升值的可能性仍然很大

人民币的升值将导致企业以本币计算的收入减少，国内的铅锌铜价格走势将弱于国外；以人民币计价的产品售价会由于人民币升值而出现下跌，对企业的打击将是双重的，尤其是那些进口原料比例较高的企业。

4. 产能扩张过快，导致对原料的争夺加剧

我国冶炼企业原料的对外依存度正逐年提高和全球范围内原料供应的紧张，这导致加工费水平近年来十分低迷；2004 年以来，国内新开工或准备开工的有色金属冶炼项目不断涌现。

3.2.5 有色金属行业景气度预测

1. 有色金属行业景气周期预测

从美国商品研究局公布的 CRB 金属价格指数可看出, 有色金属价格自 1970 年以来共经历了七次较大的周期 (如图 3-6), 从 2004 年起进入第八个周期。前七次周期从底部到顶点的时间平均约为 25 个月, 每次价格波动周期约 4-5 年时

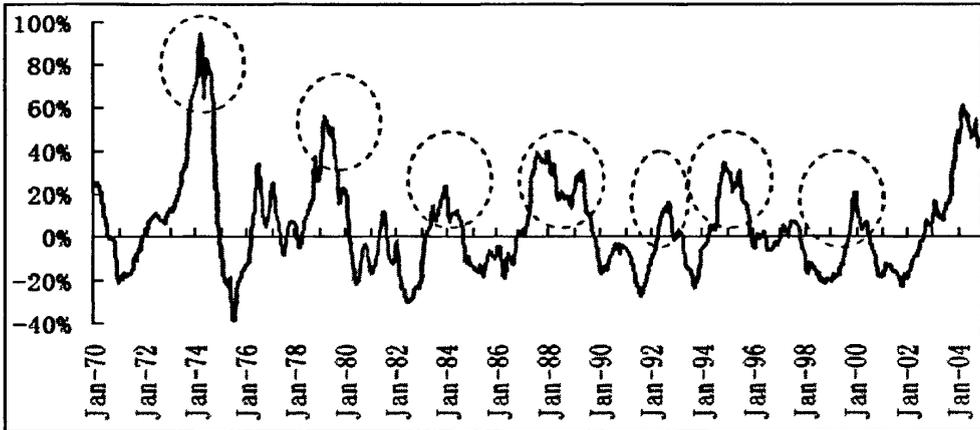


图 3-6 有色行业景气周期预测图

间。全球有色金属价格在 2004 年 3 月份时已达到了本轮周期的高点。我国有色金属价格在 2006 年 6 月份和 2007 年 6 月份时已达到了本轮周期的高点, 从 2007 年 6 月起至 2008 年上半年我国有色金属价格一直向下调整。根据以上一规律, 可预测: 2009 年将会上调, 2011 可能年达到高点, 2012 年后又将开始出现向下调整趋势^[58]。

2. 基本有色金属景气度排列

表 3-3 行业景气度排名^[59]

子行业	景气度排名	2007 年行业的主要特点	国内主要相关上市公司
精锌	7	进口进一步扩大, 成为净进口国, 国内镀锌板产能扩张增加锌的消费, 价格在连续下跌后有望触底反弹	中金岭南、驰宏锌锗、宏达股份、株冶集团、锌业股份
锡	3	成为锡净进口国, 锡市的短缺支持锡价继续走强, 行业的资源集中性更加明显	锡业股份
精铜	5	生产和消费均创历史新高, 出口的持续增长开始受阻, 资本市场的繁荣, 为铜加工企业的融资提供了发展机会, 未来价格上涨动力较强	江西铜业、云南铜业
氧化铝	7	增速减缓, 成本上涨, 行业内产能逐渐释放, 供给降低, 价格有一定的向下调整压力	中国铝业、南山铝业、焦作万方

精铅	3	生产和消费呈大幅增长，成为净进口国，但价格上涨动力较弱	豫光金铅、西部矿业、中金岭南
镍	4	供需缺口可望大为缓解，价格有一定的向下调整压力	基恩镍业、西藏矿业、力元新材
黄金	2	国内供不应求状况有所减缓，价格在连续下跌之后有进一步上涨动力，	山东黄金、中金黄金、紫金矿业

3.3 华锡集团资本运营战略 PEST 分析

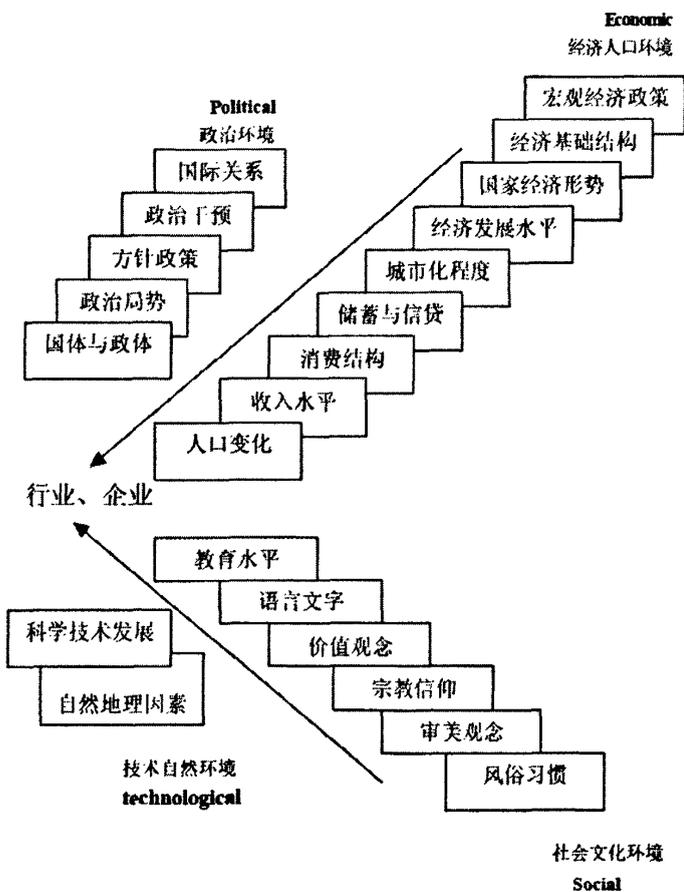


图 3-7 PEST 分析

3.3.1 政治法律环境分析

1. 锡、锑行业准入门槛提高

为合理开发利用锡、锑等优势资源,进一步加强对其开发、利用和出口的管理与指导,促进产业结构优化升级,依据国家有关法律法规和产业政策的要求,国家发展改革委员会同有关部门制定了《锡行业准入条件》、《锑行业准入条件》,严格准入管理,限制中国锡冶炼、锑冶炼产能的扩张,提高锡、锑行业进入门槛。此举意在合理开发利用我国资源,鼓励锡、锑企业加大科研投入,提高产品的科技含量和附加值。这使得华锡集团不得不运用适当的资本运营战略对现有资源进行整合,从而实现快速扩张。

2. 关税政策发生变化,出口成本增加

2005年,财政部、发展改革委、商务部、海关总署、国家税务总局关于调整部分商品出口退税率,精锡和铅等有色金属出口退税额(出口退税率)下降,2006年9月更是取消了锡锭和铅锭出口退税,2008年1月1日起开始对精炼锡和铅等征收10%的出口关税,更是大大的提高了锡锭和铅锭的出口成本。与此同时,人民币的不断升值,也在一定程度上增加了企业的出口成本。华锡集团借由资本运营战略迅速扩大集团综合实力迫在眉睫。

3. 区域互动新机制的不断完善,提供锡行业区域投资机会

国家“十一五”规划首次提出了区域互动的机制,要形成东中西互动、优势互补、相互促进、共同发展的新格局,为华锡集团的资本运营战略的发展提供了契机。

4. 两型社会倡导企业加大科研投入,提高资源利用率

十七大报告指出:“必须把建设资源节约型、环境友好型社会放在工业化、现代化发展战略的突出位置”。这意味国家从重经济增长轻环境保护转变为保护环境与经济增长并重,遵循“以人为本”的科学发展战略,走人力资本密集化的发展道路,以此引导政策层面的调整,从主要依靠增加物质资源消耗向主要依靠科技进步、劳动者素质提高、管理创新转变。对于有色金属行业,资源随着不断开发而减少,两型社会的提出要求企业加大科研投入,不断进行科技和管理创新,提高资源利用率,更多地发展精深加工产品和科技含量高、附加值高的产品,完善产品结构,延伸产业链,进一步促进产业结构升级。华锡集团作为锡行业的领军企业,必须顺应趋势在资本运营战略的实施过程中合理整合资源,促进锡行业的产业结构优化升级。

3.3.2 经济环境分析

1. 国际经济增长缓慢,有色金属消费增长乏力

2007年,受美国次级抵押贷款危机和高油价的影响,西方发达国家经济增长缓慢,2008年,市场还将继续受到美国次级抵押危机和美国经济衰退的影响,

据有关经济学预测, 2008年世界经济增长率为4.3%, 继续呈下降的趋势, 在市场对宏观经济环境普遍预期减速的情况下, 有色金属的需求将不会出现很大的增长。

2. 国内经济快速增长, 工业产值继续保持快速增长, 有色金属消费旺盛

如下图3-8所示, 中国近年来经济取得了快速的增长, 连续5年的GDP增长率都达到或超过了10%, 2007年GDP增长率更是达到了11.4%。



图 3-8 中国国内生产总值以及增长速度图^[60]

此外工业产值也继续保持快速增长, 如下图3-9所示, 连续5年的工业增加值增长速度也保持在10%以上, 其中通信设备、计算机及其他电子设备制造业增长18.0%, 强劲的经济增长和工业产值的增长将继续让国内市场有色金属的消费保持旺盛状态。

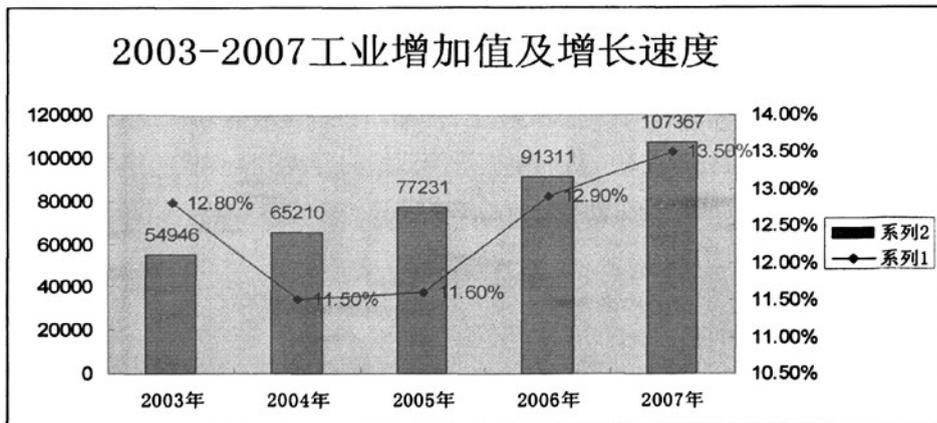


图 3-9 中国工业增加值及增长速度图^[61]

总的来说, 目前国内外经济形势稳定, 尤其是国内经济的迅速发展有利于锡

行业的进一步整合，为华锡集团顺利实施资本运营战略提供了契机。

3.3.3 社会文化环境分析

1. 社会对环保重视加强，对产品质量要求不断提高，带来新的市场机会

近些年来，国家和地方很重视环境保护，特别是对一些工业企业造成的环境污染，政府不断的采取相应的措施进行监管，一方面对产品质量提出了更高的要求，与此同时也带来了新的市场机会，比如说锡的无毒环保将使镀锡板成为众多领域首选的绿色环保包装材料。此外在国际无铅焊料法令的影响下，2006年7月1日起，全面禁止在电子等产品的焊接材料中使用铅，这无意中极大的增加了锡的消费量。

2. 消费者品牌意识不断增强

感性消费时代已经来临，商品质量上的差异性越来越小，消费者品牌意识也在不断增强，品牌的影响力在消费者购买决策时发挥了很重要的作用，产品在市场上的竞争很大程度上就是品牌之间的竞争。构建知名品牌，塑造企业良好形象，将有利于产品的销售，扩大市场份额，培育消费者的忠诚度。

3. 高新技术的发展开发出锡的新用途

随着科学技术的不断发展进步，高新技术在有色金属行业的应用，使得锡在一些新材料领域具有重要用途。如锡合金用于原子反应堆料等。此外，以纳米二氧化锡为原料的气敏材料、白色或浅色导电材料、纳米复合光催化材料等，也显示出很大的市场潜力。

4. 信息技术的快速发展带来新的营销方式

伴随着现代信息技术的不断发展，电子商务形式成为了很多企业营销方式的选择之一。电子商务比传统的营销方式更加快捷、方便，也更节省成本，对传统的营销方式带来很大冲击，同时也给企业带来新的营销方式。

优良的社会文化环境，是华锡集团资本运营战略的顺利实施的前提。

3.3.4 技术环境分析

1. 锡资源的再生综合回收利用重要性日益加强

近年来，随着锡资源的不断消耗，锡资源不断减少与枯竭，对锡资源的综合回收与再生利用显得很重要。企业需要加强对锡资源的综合回收利用的技术研究，更好的实现环保回收利用，从而进一步加大再生锡产量与矿产锡的比例，促进锡工业的可持续发展。

2. 锡深加工技术需要加强

目前我国锡产品的深加工与国外有较大的差距：(1)产品品种、规格少，高附加值、高技术含量的产品较少；(2)产量、规模小、远远不能适应市场发展的需要，每年需要从国外大量进口锡深加工产品。锡深加工及在终端市场的应用将是锡产业发展的主要推动力。为确保锡工业的可持续发展，各企业需要加大科研费用投入，不断扩大锡产品深加工的能力，提高锡深加工技术水平。

综上所述，近年来随着资源的不断减少，环境保护意识的日益加强，十七大两型社会的提出，华锡集团的外部环境发生了很大的变化，国家政策发生了相应的调整，从依靠增加物质资源消耗向主要依靠科技进步、劳动者素质提高、管理创新转变，出口成本增加，社会对产品质量和结构的要求不断提高，消费者品牌意识不断增强，对资源的回收利用显得日益重要。外部环境的变化对华锡集团一方面带来了发展的机会，同时也带来了挑战。而成功的资本运营战略将在最短的时间内为华锡集团注入新鲜的血液，带领华锡集团在技术领域走上新的台阶。

3.4 华锡集团资本运营战略 SWOT 分析

SWOT 是一种分析方法，用来确定企业本身的竞争优势 (Strengthness)，竞争劣势 (Weakness)，机会 (Opportunity) 和威胁 (Threat)，从而将公司的战略与公司内部资源、外部环境有机结合。因此，清楚的确定公司的资源优势和缺陷，了解公司所面临的机会和挑战，对于公司未来资本运营战略的制定有着至关重要的意义。如图 3-10 为华锡集团实施资本运营战略的 SWOT 分析图：

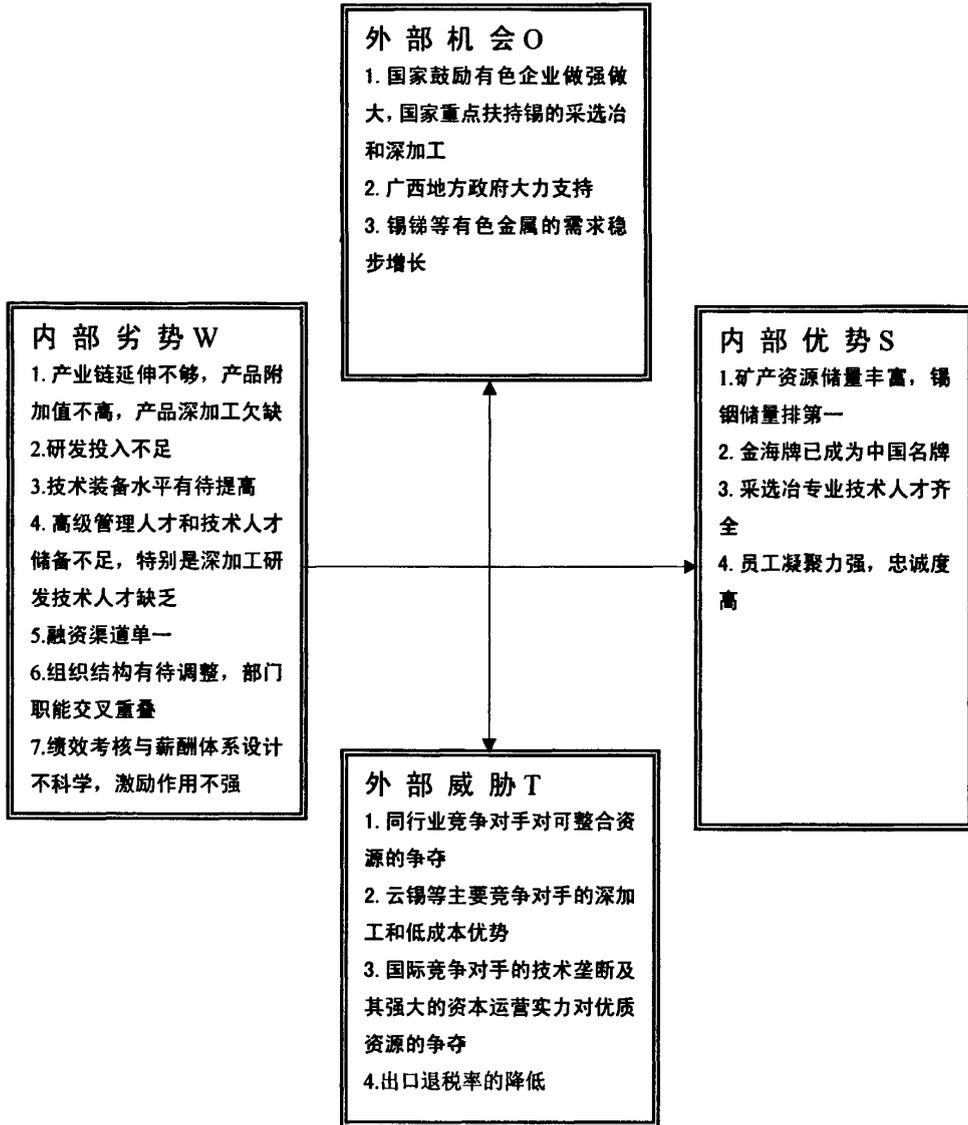


图 3-10 华锡集团 SWOT 分析图

3.4.1 内部优势分析

1. 矿产资源储量丰富, 锡锑储量排第一

华锡集团拥有得天独厚的矿产资源, 其中锑储量居世界第一位; 锡占广西总量的 70%多, 约占全国总量的三分之一; 锌占广西总量的 60%强, 居全国第二位; 锑名列全国前茅, 同时富含铂、钨、钼、镓、锆、铈等可综合回收的稀有、

稀散金属元素；其矿山所在地丹池矿带的资源潜在价值 4000 多亿元，发展前景十分广阔，为华锡集团资本运营战略的顺利实施提供了强大的后盾。

2. 金海牌已成为中国名牌

1996 年金海牌锡锭的终端厂家——来宾冶炼厂在广西有色行业中第一个获得了 ISO9002 质量体系认证书。2000、2001 年金城江冶炼厂和河池化工厂分别率先在广西铅铋行业中通过了德国 TUV 质量体系审核认证。拥有“金海牌”拳头产品，在国内外有较高的知名度，是华锡集团宝贵的无形资产，为资本运营战略的实施奏响了序曲。

3. 采选冶专业技术人才齐全

华锡集团拥有认真负责、实力较强的科技部门以及自治区级的研究室、铟锡铋等研究中心、博士后工作站。各类专业技术人员 3200 多人，形成了地质、采矿、选矿、冶炼、加工、机械、自动控制等门类比较齐全的专业技术队伍，有一定的研发能力，产学研紧密结合，是华锡集团资本运营战略实施的技术保障。

4. 员工凝聚力强，忠诚度高

华锡集团公司员工对华锡有深厚的感情和较强的归属感，凝聚力强，忠诚度高，“以企业为家”的观念深入人心，为华锡集团资本运营战略的实施提供了强大的企业文化背景。

3.4.2 内部劣势分析

1. 产业链延伸不够，产品附加值不高，产品深加工欠缺

华锡在深加工工业发展上相对滞后，产业链延伸不够产品生产科技含量不高、附加值低。现阶段华锡的有色金属深加工率仅仅不到 7%，与云锡集团 50% 的深加工率相比，华锡在深加工这方面，能力远远不及云锡，形成产业化的能力还明显不足。云锡深加工产品销售收入占总销售收入的三分之一左右。云锡年产锡 3 万吨时，用于深加工的产量是 1.5 万吨。而华锡年产锡 1.5 万吨时，深加工的用量却不到 1000 吨。

2. 研发投入不足

研发资金投入不足，科技人才队伍不稳定，外部客观环境导致人才引入的困难，同时人才流失问题严重。对关键技术和核心技术仍依赖外方。投入经费达不到销售收入的 3%（去年销售 50 亿），在海外没有研究机构，同时技术知识产权和技术输出不够。在技术革新上跟不上市场的节奏，当国外进行技术封锁时，在工艺上找不到出路，自主研发能力与同行业先进水平有一定差距。

3. 技术装备水平有待提高

技术装备水平较低，目前产品加工工艺不够先进，大部分生产与加工设备的

技术水平相对落后。这些方面给研发项目的开展及精确的试验结果的得出产生了一定的难度。

4. 高级管理人才和技术人才储备不足，特别是深加工研发技术人才缺乏

随着公司的发展、新技术新产品的开发、产业链的不断延伸，需要大量的管理和技术人才，公司人才储备不足与生产发展需要的矛盾日益突出，特别是高级专业技术人才、高级管理人员、深加工研发技术人才严重短缺。

5. 融资渠道单一

目前华锡集团整体改制工作尚未完成，华锡集团尚不具备资本运营的条件，融资渠道单一。

6. 组织结构有待调整，部门职能交叉重叠

部门职能分工过细，交叉重叠，造成部门职责不清，协调成本增加。如：工程管理部与财务部在房屋等建筑物的管理职能上存在交叉。科技部在负责新产品开发和项目的研发工作的同时，还负责市场及政策研究、技改、年度计划的制定、各项标准、技术规范、规程、专程、统计的归口管理及产品质量、计量监督等工作。政治工作部、监察部和纪委的部分职能存在交叉。

7. 绩效考核与薪酬体系设计不科学，激励作用不强

华锡集团缺少规范的绩效考核体系。现行的业绩考核，只是简单的考核部门，没有制定针对员工个人的考核办法，缺少科学的考核指标来衡量员工的工作业绩，员工工作的努力程度则取决于自己职业素养的高低。这种形式容易助长后进员工的惰性，同时，打消先进员工的工作积极性，起不到激励作用。

华锡集团薪酬体系中绩效目标的不明确使员工缺乏努力目标而失去工作热情和动力，奖励体系未达到促进工作绩效的功能，缺少针对性，只作一次性发放，平均对待，而平均的激励等于没有激励。华锡集团的绩效考核与薪酬体系设计不科学，没有起到应有的激励和约束功能。

通过对华锡集团的劣势进行分析，可以看到，华锡集团资本运营战略的实施已势如破竹，通过整合相应的资源，华锡集团将得到长足有力的发展。

3.4.3 机遇分析

1. 国家鼓励有色企业做强做大，国家重点扶持锡的采选冶和深加工

国家鼓励有色企业做强做大，以应国际竞争和保护我国有色金属行业的安全。我国“十五”发展规划中就明确指出，“有色金属工业要通过联合重组，培育 1-2 个具有国际竞争力的大型企业集团，组建 8-10 家具有比较优势的区域性集团。”

政策上，根据国家计委 2000 年 7 月 27 日第 7 号令《当前国家重点鼓励发展

的产业、产品和技术目录》规定的低能耗、高效益的产品深加工项目，结合我国产业政策，公司的主营业务——锡的采选冶和深加工，是国家重点扶持的高科技产业。这无疑会给公司的发展提供更有利的环境。

2. 广西地方政府大力支持

广西地方政府的大力支持，有望整合广西的有色金属资源，实现矿权的一体化。资源整合后，原本分散的锡资源集中到华锡集团，资源保护和综合利用水平提高，有利于集团公司的可持续发展。

3. 锡锑等有色金属的需求稳步增长

锡锑等有色金属的消费需求主要取决于世界经济的增长以及有色金属工业使用强度，全球锡锑等有色金属的消费市场增长强劲，锡锑等有色金属的需求稳步增长。

国家政策的鼓励，地方政府的支持，市场需求的增长，可谓“天时地利人和”，华锡集团资本运营战略的成功实施将为华锡带来跳跃式的快速发展。

3.4.4 威胁分析

1. 市场竞争激励

在新产品与深加工的市场抢占中，市场竞争更加激烈，来自同行业的国内外的竞争对手的压力越来越大，研发技术的要求越来越高，时间上也要求越来越紧迫。

2. 国际竞争对手对资源的争夺

秘鲁锡工业的崛起，增大了南美洲锡工业在世界锡工业中的份额。国际竞争对手在世界范围内的资源整合行动使得全球资源的争夺呈现白热化趋势。

3. 国内竞争者的成长壮大，领先优势明显

国内竞争对手财力雄厚，如云锡集团，现已引进了目前国际上最先进的技术和设备，新产品开发速度加快，研发能力强，领先优势明显。

4. 出口退税率的降低

出口退税税率降低，原先的出口产品转向国内销售，导致国内市场竞争加剧；

5. 无铅化带来的挑战

随着环保意识的不断增强，市场对锡产品的要求正在发生变化，欧盟和日本已经停止使用有铅焊料，无铅化是全球锡焊料的发展趋势，中国也于2006年7月1日起禁止相关企业使用有铅焊料。随着焊料的无铅化，对传统的焊料、精锡生产工艺设备提出了新的要求。

威胁与挑战总是并存的，这就要求我们在华锡集团资本运营战略的实施过程中时刻关注竞争者的动向，市场的变化，顺应政策法规，力保工作的顺利进行。

第4章 资本运营效果评价模型的建立与实证研究

4.1 国内外资本运营效果评价体系及启示

1. 美国对并购活动的评价

在美国,判断一项兼并是否成功是从兼并主动方出发的,而常用的衡量标准是判断兼并对每股盈余的影响。以下通过一个例子来说明美国的这种评价方法。

假设有甲、乙、丙三家上市公司,它们的基本财务数据如表 5-2 所示:

表 5-2 甲、乙、丙公司的基本财务数据

	甲	乙	丙
总资产(百万美元)	52	52	65
税后利润(百万美元)	0.5	0.4	0.2
普通股股数(百万)	1	2	1
每股盈余(美元)	0.5	0.2	0.2
市盈率	8	10	5
每股市价(美元)	4	2	1
总市值(百万美元)	4	4	1

在上表的情况下,如果甲公司兼并乙或丙公司,将会有表 5-3 所示数据。

	兼并对于甲公司每股盈余的影响	
	甲兼并乙	甲兼并丙
发行新股数(百万)	1	0.25
现有股数(百万)	1	1
总股数(百万)	2.25	1.25
总利润(百万美元)	0.9	0.7
合并后每股盈余(美元)	0.4	0.56
净影响	-0.1	0.06

从表 5-3 中我们可以看出,甲兼并乙使得甲的每股盈余受到了稀释,所以不应该采用。而甲兼并丙会使甲的每股盈余增加,故可以采纳。进一步来看,要实现兼并使公司的每股盈余增加,故可以采纳。进一步来看,要实现兼并使公司的每股盈余增加实质上是目标公司的市盈率要低于兼并方公司。也就是说当兼并方

的市场估价比较高时，对兼并方的并购活动将会非常有利。

每股盈余增减的方法是兼并的事前分析中得到了广泛采用，而在事后的分析中，由于国外的市场定价机制比较完善。故美国一般采用市场价值的变化作为衡量的标准^[62]。

2. 国内企业经营效果评价方法和指标的发展

改革开放以前，我国对企业经营效果的评价称作考核，而且侧重于对工业经济的运行效果进行考核。主要考核指标是工业企业的生产产量、企业规模和产品产量等，考核方法是将企业的年终完成结果与年初计划比较，以此确定企业经营成果。改革开放初期，曾推行以利润承包为主的承包经营责任制，考核指标主要是利润完成情况和上交利润情况，考核方法是实际完成情况与承包情况指标对比，从而确定经营业绩。进入90年代，随着我国社会主义市场经济体制的逐步建立，国有企业改革进一步深化，政企逐步分离，政府和理论界也开始重视对具体微观企业的评价：在评价内容上，由原来的反映总量转向全面、系统地反映企业经营效益的生产、经营、管理和核算等多方面；在评价指标上，由单纯的总量指标，转向系统化的以比率指标为主导的评价指标^[63]。

尽管我国的企业评价体系已有了很大的改观，但是人们对它的研究还不够，再加上我国正处于转轨时期、历史数据不完备、有关规章制度不规范等原因，使得我国的企业评价体系还不完善。而企业资本经营在我国又属于新生事物，因而对企业资本经营效果评价的研究，更是还处于起步阶段。目前大部分企业在资本运营的事前都有可行性报告，但在事后几乎没有任何系统评价^[64]。

3. 有待于进一步研究的启示

纵观前人的研究，笔者认为现有的研究有许多需要进一步深入研究的地方，结合本文的研究内容可以分析如下：

(1)现有的研究成果基本上是基于财务指标分析（包括超常收益和现金流量等）的基础上来进行资本运营效果的评价与分析，但是这在现有的研究中是远远不够的，基于此本文将综合资本经营效果评价+前后法来建立一套资本运营效果评价模型。

(2)现有的研究多是从各个点（例如收购兼并方式等）来对公司资本运营进行研究，但是资本运营是一个复杂的系统，不能单从某个方面来进行分析与探讨，从而得出资本运营行为成与败的结论，因此本文在理论与实证相结合分析的基础上，从一个系统的角度分析了影响资本运营效果的相关因素，并在此基础上对提出了华锡集团的资本运营战略。

4.2 资本运营效果评价模型的建立

4.2.1 评价的基本原则及有关假设

企业资本运营效果评价,是评价主体按照一定的理论和规范,运用科学的技术方法和手段,对企业资本运营状况进行综合评判。

1. 资本运营效果评价遵循的原则

为了使企业资本运营效果评价比较科学地进行,模型的建立应遵循以下原则:

(1) 实用性、易操作性

当前在学术界中出现了许多很有价值的模型,但在实践中运用很少。这一方面是企业经营者的水平有待进一步提高,而另一方面是由于我国的现实国情以及模型的适用性等原因造成的。因此,本文在构建模型时,以实用性、易操作性作为首要原则。

(2) 动态变化与静态环境相结合

传统的企业评价是以企业获得多少利润为出发点,但是随着技术的发展、社会的进步、外部环境的不同,许多传统行业的利润明显下降。而某些新行业却会获得很大的利润空间^[65]。例如,相同的资产下,传统的机械行业获得的利润就会远远低于房地产行业。因此,本文在评价企业时以相对评价为主,即以行业为环境来对企业进行评价。这是本文采用静态的方法来对企业资本运营进行初评。然而由于资本运营涉及的是变动过程中的企业资本运营效果问题,所以本文又通过历史考察来最终确定企业资本运营的效果。

(3) 定性评价与定量评价相结合

所谓定量评价,是通过若干统计比较数据和经济分析指标对需要评价的行为进行评价的方法,它能够提高分析评价的准确性和可比性。定性分析方法主要是根据评价指标的性质,利用直观材料,靠评价专家的经验、知识和综合分析能力,对测评对象进行综合评价。由于资本运营活动中的某些成果很难用数据和公司计算来反映。因此,将两者完美地结合在一起,方能使评价更全面、更具体、更有效^[66]。

(4) 短期利润与长期获利潜力相结合

为有效地防止企业经营者的短期性,在选取评价指标时不仅有反映当前收益水平和效益性指标,同时为了反映企业长期发展趋势、能力,相应建立起了销售增长率等指标^[67]。

2. 资本运营效果评价的对象假设

任何一项评价都需要一个对象。而在企业资本运营中,由于可能出现对象“消失”的情况,在这种情况下,只能采用主动方与被动方合并财务评价的方法。本文的模型中的对象以进行资本运营的企业续存或独立核算为前提,即要求该企业资本运营后的有关数据能够获得。如果目标企业“消失”的话,模型的评价对象可以考虑主动方。

4.2.2 评价方法、指标及标准的选取

1. 企业经营效果的综合评价+前后比较法

资本运营涉及的是一种改变、一种变化的成果。因此,没有比较,就不能体现变化的利弊,也就无法评判资本运营活动是否带来成果。基于这种情况,本文采用前后法作为最终的评价方法。所谓前后法,顾名思义就是前——后对比法,这是评价企业资本经营最简单的方法。而前后比较法的比较内容的选取及评价方法是成功实施企业资本运营效果评价的关键^[68]。本着上一节所述原则,企业资本运营效果的评价将以财政部统计评价司颁布的有关企业经营效果评价的原理为基础。在此基础上,对某些指标或方法进行适当的改进,形成一套适用于企业资本运营的企业经营效果评价方法。然后对企业进行资本运营的前后绩效进行比较,最后得出企业资本运营效果的评价。具体的方法如图:

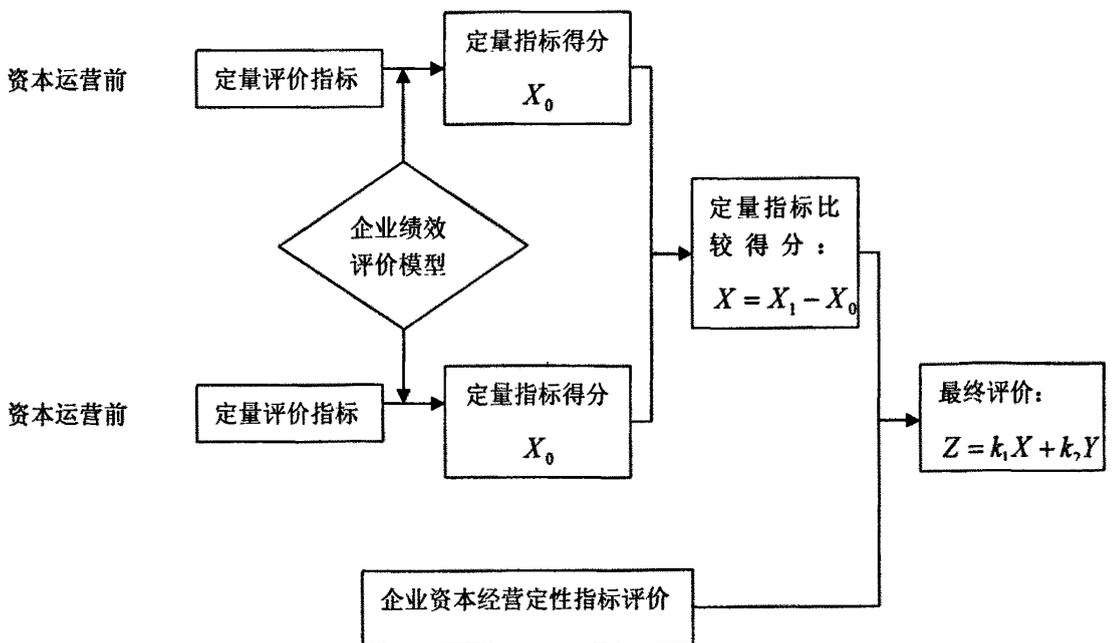


图 5-1 企业资本经营效果+前后法

注：在上图中，X为采用前后法比较资本经营前后的定量的分；Y为采用前后法比较资本经营前后的定性得分；k1为定量指标的权，k2为定性指标的权重。

2. 评价指标的选取

基于上面提到的原则，本文选取涵盖资产运营效益、资产质量、偿债能力、发展能力等5个方面的财务指标^[69]来对企业资本运营进行定量评价；采用实现企业经营战略意图、企业文化融合、产生经营协同成都、目标企业优劣势整合等定性的评价^[70]。各指标之间的关系如图：

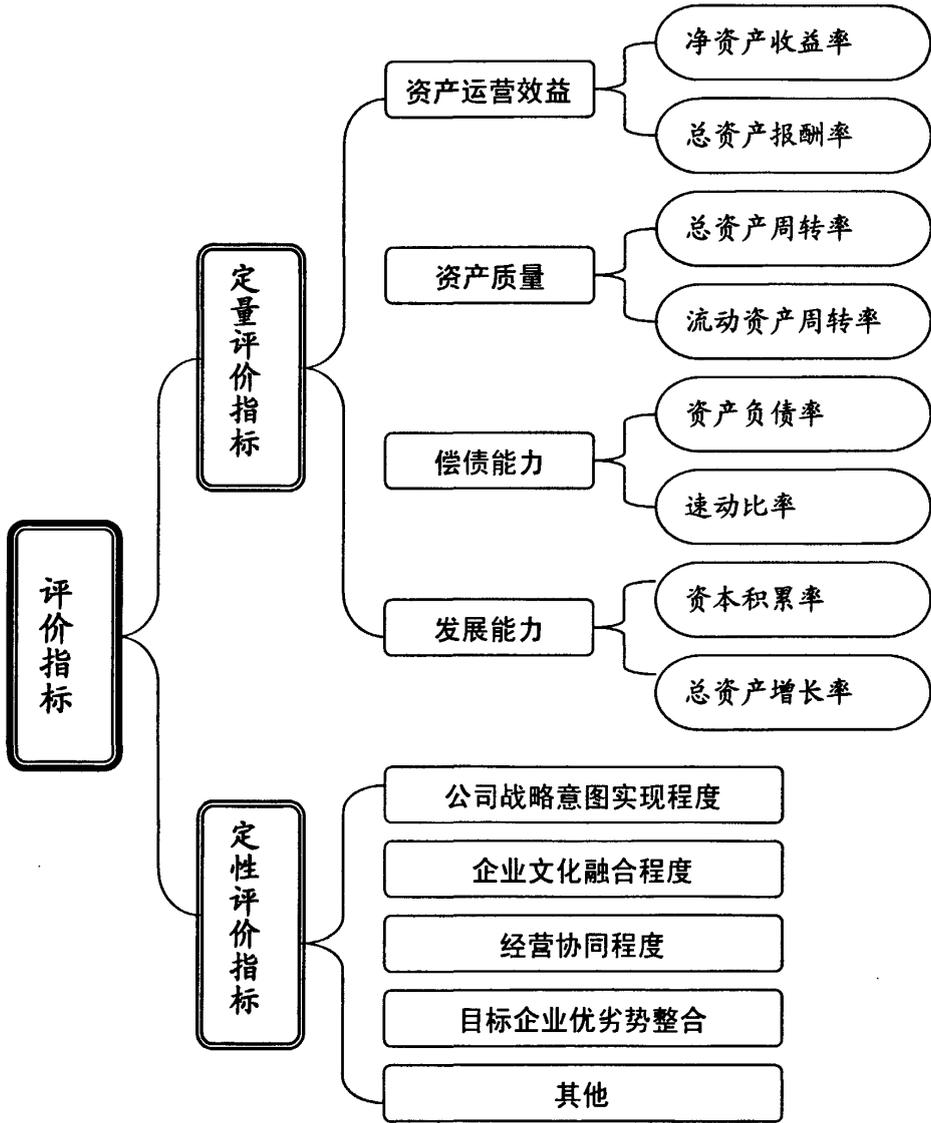


图 5-2 评价指标体系

4.2.3 评价模型的建立

1. 企业运营效果评价模型的建立

(1) 评价标准值的确立

评价标准是企业运营效果评价的参照系。标准好比一把尺子，尺子上没有刻度是不能度量长短的，所以评价企业经营效果必须有一系列的标准值^[71]。从理论上来说，评价标准值应该是被评价企业达到资源有效配置时的标准值，它们随行业和企业规模的时间的不同而变化，很难用准确的解析方法求出。而且由于它们的影响因素众多，大多具有随机性和模糊性。因此，要抽象地确定某一评价指标的评价标准值很难。基于上述情况，本文拟借用财政部统计司有关企业经营效果评价的原理，采用统计学的方法，按行业和企业规模分类确立标准值。为了使标准评价函数构造方便和符合实际，将指标值划分为优秀值、良好值、平均值、较低值、较差值；分别对应行业内的最高、较高、总体平均、较低及最低水平。具体数值的来源可以通过以下两种途径：①直接采用财政部统计司与久其软件出台的企业经营效果评价软件中的有关数据；②通过行业报告、上市公司的信息披露等数据来源获取有关数值，并进行人为的分档。这种以相对值为参照系的做法将市场因素、外部环境因素以及其他的不可控因素的影响结果都置于其中。当然，由于地域环境等影响因素，各地区的发展不平衡，标准值的确立也可按不同的地区，通过选取不同的样本分别建立^[72]。

如企业采用第一种方式，可从有关软件中直接获得各指标值：以下阐述如何自主获得指标值：设 P_i 为某行业某规模中 I 企业的某一评价指标的实际值， n 为该行业中同规模类的企业个数，即该指标的数据样本个数； k 为行业规模类数， $[k]$ 为该行业中同规模类的企业个数，即该指标的数据样本个数，则该指标值可用下式计算：

$$P^{(j)} = \left(\frac{1}{n_j}\right) \sum_{i=1}^n P_i \quad (1)$$

- ①: $j=3, n_3=n$, 式 (1) 计算的 $P^{(3)}$ 为该指标的平均值；
- ②: $i \in k = \{k | X_k < X^{(3)}\}$, $n=[k]$, 由式 (1) 计算得低于平均值的中间值 P' ；
 $i \in k = \{k | X_k > X^{(3)}\}$, $n=[k]$, 由式 (1) 计算得高于平均值的中间值 P'' ；
- ③: 当 $j=1$ 时, $i \in k = \{k | X_k < P'\}$, $n_1=[k]$, 由式 (1) 得该指标的最低值 $P^{(1)}$ ；
- ④: 当 $j=2$ 时, $i \in k = \{k | P' < P^{(3)}\}$, $n_2=[k]$, 由式 (1) 得该指标的较低值 $P^{(2)}$ ；
- ⑤: 当 $j=2$ 时, $i \in k = \{k | P^{(3)} < X_k < P''\}$, $n_4=[k]$, 由式 (1) 得该指标的较低值 $P^{(4)}$ ；
- ⑥: 当 $j=5$ 时, $i \in k = \{k | X_k > P''\}$, $n_5=[k]$, 由式 (1) 得该指标的最高值 $P^{(5)}$ 。

(2) 标准评价函数的确定

通过统计方法得到该指标的 5 档标准值 $\{P^{(1)}, P^{(2)}, P^{(3)}, P^{(4)}, P^{(5)}\}$ 后, 再根据 5 档的得分 $\{20, 40, 60, 80, 100\}$, 就可以得到如式 (3) 所示分段性函数。

$$X = \begin{cases} 0 & \text{当 } p \leq 0 \\ \frac{20}{P^{(1)}} \times p & \text{当 } 0 \leq p \leq P^{(1)} \\ 20 + \frac{20}{P^{(2)} - P^{(1)}} \times (p - P^{(1)}) & \text{当 } P^{(1)} \leq p \leq P^{(2)} \\ 40 + \frac{20}{P^{(3)} - P^{(2)}} \times (p - P^{(2)}) & \text{当 } P^{(2)} \leq p \leq P^{(3)} \\ 60 + \frac{20}{P^{(4)} - P^{(3)}} \times (p - P^{(3)}) & \text{当 } P^{(3)} \leq p \leq P^{(4)} \\ 80 + \frac{20}{P^{(5)} - P^{(4)}} \times (p - P^{(4)}) & \text{当 } P^{(4)} \leq p \leq P^{(5)} \\ 100 & \text{当 } p \geq P^{(5)} \end{cases} \quad (3)$$

在实际计算基本指标的分时, 考虑到资产负债率这一成本性指标的特殊性, 将会得到如式 (4) 所示分段性函数:

$$X = \begin{cases} 100 & \text{当 } p = 0 \\ 100 - \frac{20}{P^{(1)}} \times p & \text{当 } 0 \leq p \leq P^{(1)} \\ 80 - \frac{20}{P^{(2)} - P^{(1)}} \times (p - P^{(1)}) & \text{当 } P^{(1)} \leq p \leq P^{(2)} \\ 60 - \frac{20}{P^{(3)} - P^{(2)}} \times (p - P^{(2)}) & \text{当 } P^{(2)} \leq p \leq P^{(3)} \\ 40 - \frac{20}{P^{(4)} - P^{(3)}} \times (p - P^{(3)}) & \text{当 } P^{(3)} \leq p \leq P^{(4)} \\ 20 - \frac{20}{P^{(5)} - P^{(4)}} \times (p - P^{(4)}) & \text{当 } P^{(4)} \leq p \leq P^{(5)} \\ 0 & \text{当 } p \geq P^{(5)} \end{cases} \quad (4)$$

(3) 综合评价分值的计算

设某企业的 8 项单指标的属性值集合为

$\{x_{11}, x_{12}\} \setminus \{x_{21}, x_{22}\} \setminus \{x_{31}, x_{32}\} \setminus \{x_{41}, x_{42}\}$ (如图 5.2 所示), 对应的指标值权重值集合为 $\{w_{11}, w_{12}\} \setminus \{w_{21}, w_{22}\} \setminus \{w_{31}, w_{32}\} \setminus \{w_{41}, w_{42}\}$, 第一层指标的权重值集合为 $\{w_1, w_2, w_3, w_4\}$, 利用 (3)、(4) 求出的各当项指标评价结果存放于集合

$\{x_1, x_2, x_3, x_4\}$ ，那么可以得到第二层定量指标的分值：

$$x_i = \sum_{j=1}^n x_{ij} \cdot w_{ij} \quad (5) \quad (\text{其中 } w_{11} + w_{12} = 1, w_{21} + w_{22} = 1, w_{31} + w_{32} = 1, w_{41} + w_{42} = 1)$$

在式(5)中，当 $i=1$ 时， $n=2$ ， x_1 为资产运营效益评价分值；当 $i=2$ 时， $n=2$ ， x_2 为企业资产质量的评价分值；当 $i=3$ 时， $n=2$ ， x_3 为企业偿债能力的评价分值；当 $i=4$ 时， $n=1$ ， x_4 为企业发展能力的评价分值。

企业运营效果的总体评价分值为定量指标第二层指标评价分值的加权和，即：

$$X = \sum_{i=1}^4 w_i \cdot x_i \quad (6) \quad (\text{其中 } \sum_{i=1}^4 w_i = 1)$$

2. 企业资本运营综合评价模型的建立

(1) 定量指标得分的评价

运用企业经营效果评价模型对企业资本运营前后的定量指标值进行计算，即可得到定量指标的比较得分：

$$X = X_1 - X_0$$

对于定量指标比较得分的评价，各具体企业可有不同的评价标准。本文认为，当企业的资本运营使企业获得两个等级的提升时，可判定为优秀；获得一个等级的提升时，判定为良好；无提升时为一般；下降一个等级为较差；下降两个等级位很差。他们分别对应的分值为 40；20；0；-20；-40。

(2) 定性指标评价

一项产权交易行为完成后，行为的效果可由一些财务指标表现出来，然而有些后果很难用财务指标反映出来。为更准确地评价企业资本经营的效果，本模型还选取了一定的定性评价指标。如图 5-2 所示，这些指标包括：公司战略意图的实现、企业文化融合程度、经营协同程度、原有企业优劣势的整合以及其他并购方认为需要体现的指标。

将上述指标的评价值按优、良、一般、差、较差分为 5 个档次，对应的分值为 $\{+4, +2, 0, -2, -4\}$ 。

设定性指标权重集合为 $\{\eta_1, \eta_2, \eta_3, \eta_4, \eta_5\}$ ，各指标的得分为 $\{y_1, y_2, y_3, y_4, y_5\}$ 。即可得定性指标的评价得分：

$$Y = 10 \cdot \sum_{i=1}^5 \eta_i \cdot y_i \quad (7) \quad (\text{其中 } \sum_{i=1}^5 \eta_i = 1; y_i \in (-4, 4), i = 1, 2, 3, 4, 5)$$

3. 综合评价模型的建立

定量评价和定性评价后，企业资本经营综合评价结果便可加权获得：

$$Z = k_1X + k_2Y \quad (8)$$

在式(8)中，定量、定性指标的权重 k_1 、 k_2 也可由专家打分确定。在财政部统计司的评价体系中，定量指标的权重为80，定性指标为20。所以本文取 $k_1=0.8$ ， $k_2=0.2$ 。

综合评价结果出来后，如果 $Z < 0$ ，表示企业的资本运营活动是失败的； $Z \in (0, 20)$ 之间时，企业的资本运营活动为一般； $Z \in (20, 40)$ 时，企业的资本运营活动为良好； $Z \geq 40$ 时，表示企业本次资本运营活动获得巨大成功。

4.3 华锡集团资本运营效果评价实证研究

4.3.1 华锡集团资本运营背景

2006年3月6日，华锡集团收购汾市冶炼厂的协议在湖南省郴州市正式签字，标志着华锡集团向外跨省跨国经营的资源整合发展战略迈出了实质性的一步，也是华锡集团在资本运营领域的第一大举措。

2003年，华锡集团曾把汾市冶炼厂租赁后组建为湘桂矿冶有限责任公司，开创了华锡集团兼并外资企业和跨省经营的先河。汾市冶炼厂是港商于1996年投资兴建的年产粗锡5000吨的外资企业，位于郴州市临武县境内，隶属怡丰锡业（郴州）有限责任公司。在当地政府的大力支持和指导下，企业双方高层人士经过多次实地考察和协商达成了收购协议。郴州市和临武县的领导在签字仪式的讲话中多次表示，希望以华锡集团为龙头，统一规划、统一勘探、统一开采、统一销售来整合当地锡资源，来带动地方经济的发展，当地政府将出台一些相关的政策给以全力的支持。

完成这次收购后，华锡集团将按照再造一个原料生产基地的规划运作，注入资金对原有工艺流程进行大规模的技术改造，除利用当地生产的一部分原料外，更多地在国内外收购原料，不断扩大产能，同时进行产品深加工，以提高产品的附加值。在此基础上，加快在印尼、马来西亚等国再建一个跨国原料生产基地的步伐，为华锡的迅猛发展创造更为有利的条件。

4.3.2 华锡集团资本运营效果评价

1. 评价指标的选取

由于数据的局限，很难采用上一节中的自行统计的方法来获得标准值，本文

借用财政部统计司的有关资料,得到冶金工业大型企业2006年,2008的企业绩效评价标准值如表5-4和表5-5(由于《企业绩效评价标准值2008》编于2008年3月,华锡集团2007年财务数据统计于2007年底,两者时间较为接近,故采用《企业绩效评价标准值2008》中的数据):

表5-4 2006年冶金工业大型企业各指标标准值^[73]

	净资产收益率 (%)	总资产报酬率 (%)	总资产周转率 (次)	流动资产周转率 (次)	资产负债率 (%)	速动比率 (%)	资本积累率 (%)	总资产增长率 (%)
优秀值	19.6	14.7	1.8	4.3	40.1	123.7	26.0	14.8
良好值	16.4	11.4	1.4	3.4	48.7	91.2	15.1	9.4
平均值	11.5	7.8	0.9	2.6	55.6	61.6	8.2	5.3
较低值	5.0	3.0	0.5	1.8	69.7	47.1	0.4	-1.8
较差值	1.4	0.4	0.1	0.9	83.4	30.0	-9.6	-11.4

表5-5 2008年冶金工业大型企业各指标标准值^[74]

	净资产收益率 (%)	总资产报酬率 (%)	总资产周转率 (次)	流动资产周转率 (次)	资产负债率 (%)	速动比率 (%)	资本积累率 (%)	总资产增长率 (%)
优秀值	19	14.3	1.8	4.2	41.3	125.4	25.4	15.2
良好值	14.4	11.6	1.3	3.3	48.2	92.7	17.6	10.5
平均值	10.4	8.6	0.8	2.5	55.2	62.9	11.8	7
较低值	4.3	4	0.5	1.7	69.4	48.3	4.2	0.1
较差值	-5.9	-5.6	0.2	0.8	83.1	31.2	-5.3	-6

2. 目标公司经营指标值

华锡集团2006年末、2007年末的经营指标如表5-6:

表5-6 华锡集团经营指标数据

	净资产收益率 (%)	总资产报酬率 (%)	总资产周转率 (次)	流动资产周转率 (次)	资产负债率 (%)	流动比率 (%)	资本积累率 (%)	总资产增长率 (%)
2006年	7.86	3.14	0.75	1.69	60.04	94.99	9.39	4.29
2007年	27.35	7.30	1.05	2.36	73.30	71.00	49.39	7.28

3. 专家调查法结果

该指标的权重采用专家调查法获得。本次专家调查的人员组成如下：

华锡集团财务部门3人，专家学者5人，咨询公司7人。其中各指标的权重值均由上面全体人员打分，定性指标值由华锡发展战略研究课题专家打分。

专家调查法采用书面调查和现场调查结合的方式，取各类专家的平均值然后按照华锡财务人员：专家学者：咨询公司顾问为4：3：3的比重^[75]，整理后的各指标权重值如下表5-7：

表5-7 专家调查指标权重表

第一层指标	权重	第二层指标	权重	第三层指标
定量指标	0.28	资产运营效益 w_1	0.5	净资产收益率 w_{11}
			0.5	总资产报酬率 w_{12}
	0.25	资产质量 w_2	0.46	总资产周转率 w_{21}
			0.54	流动资产周转率 w_{22}
	0.16	偿债能力 w_3	0.7	资产负债率 w_{31}
			0.3	流动比率 w_{32}
	0.31	发展能力 w_4	0.6	资本积累率 w_{41}
			0.4	总资产增长率 w_{42}
定性指标	0.31	公司战略意图的实现 η_1		
	0.32	企业文化融合 η_2		
	0.18	经营协同程度 η_3		
	0.15	目标企业优劣势整合 η_4		
	0.04	其他 η_5		

定性指标得分为：

表5-8 定性指标得分表

定性指标	公司战略意图的实现	企业文化融合	经营协同程度	目标企业优劣势整合	其他
分值 (y_i)	0.5	1.5	-0.5	0	0

4. 评价结果

将表 5-9 中的数值分别带入上一节中式 (3)，可得到各定量指标得分：

表 5-9 2006 年、2007 年各定量指标得分表

	净资产 收益率 (%)	总资产 报酬率 (%)	总资产 周转率 (次)	流动资 产周转 率(次)	资产负 债率 (%)	流动比 率(%)	资本积 累率 (%)	总资产 增长率 (%)
2006 年	48.8	40.58	52.5	37.56	53.70	82.35	63.45	57.15
2007 年	100	54.35	70	56.50	34.31	65.43	100	61.60

将上表与表 5-7 代入上一节中式 (6)，可得定量指标得分分别为：2006 年：52.48；2007 年：70.51，则有定量指标比前后比较得分为：18.03

将表 5-8 及 5-7 中有关数据代入上一节中式 (7)，可得定性指标得分：5.4

综合评价后，本次效果评价的最后得分为：15.504，从而初步评定 2006 年至 2007 年间华锡集团资本运营活动效果一般。

第5章 华锡集团资本运营战略制定与实施

5.1 华锡集团资本运营战略的原则、方针、目标

1. 原则

华锡集团的未来发展应以人为本，立足于自己独特的资源优势，培育和发展自己的核心能力。这是华锡集团资本运营战略所必须遵循的原则。

核心能力是指提供企业在特定经营中的竞争能力和竞争优势基础的多方面技能、互补性资产和运行机制的有机融合，是不同技术系统、管理系统及技能的有机组合，是识别和提供竞争优势的知识体系。核心能力是企业获得竞争优势的前提和基础。资本运营战略的有效实施是获得和发展企业核心能力的根本途径，也是企业经营之精髓。

2. 方针

华锡集团资本运营战略的方针是：以经济效益为中心，以人为本，促进当地经济发展，追求股东资本利润最大化。

华锡集团是一个社会经济组织、独立经济法人联合体，母公司和各子公司之间、各成员企业之间，都以资本（产权）为主要联结纽带，追求资本利润的最大化是资本的天性，因此集团的任何经济行为都必须以经济效益为中心。同时企业与企业内部员工和社会之间存在密不可分的关系，因此，集团的发展必须兼顾内部员工的切身利益和集团的社会责任，在追求集团的快速发展和股东（包括国有资本的代理所有者政府）利益的最大化的同时，也要为增加员工经济收入和服务社区、促进柳州地区经济发展作贡献。

3. 目标

企业资本运营战略目标是企业制定资本运营战略的基本依据和出发点，是企业资本运营战略实施与控制的评价标准。制定企业资本运营战略目标，可以明确企业发展的方向，统一企业员工的意志；有利于集中和合理配置企业的各种资源，提高企业的经济效益和社会效益；可以对企业资本运营战略执行结果进行评价和考核^[76]。

本文立足于华锡的技术、管理和文化优势，确立了华锡集团资本运营的三大目标：一是为公司生产经营服务，依靠资本运营扩展生产经营、促进技术创新和

发展、防范生产经营风险；二是为公司改制和产业结构调整服务，促进公司股权结构和产业结构合理化；三是为公司战略发展服务，实现经营规模低成本快速扩张。

为实现资本运营目标，华锡集团管理人员必须运用多元资本运营组合手段，设计符合公司战略规划及发展阶段要求的多元化资本运营模式，充分利用好市场中的所有资源，努力为公司带来低成本的外部融资，满足资金需求，同时优化经营资本、激活存量资本、聚合优势资本，实现公司资本的低成本扩张与增值，促进公司快速发展。

5.2 华锡集团资本运营现状诊断及前期准备工作

5.2.1 华锡集团资本运营现状诊断

华锡集团的前身是大厂锡业，1951 年收归国家开发，成立大厂锡矿；1962 年成立大厂矿务局，隶属于广西冶金局；1995 年，大厂矿务局按建立现代企业制度要求改制为有限责任公司，成为国有独资公司。华锡集团下属有铜坑矿、车河选矿厂、来宾冶炼厂等 27 个厂矿、分公司、子公司。广西高峰矿业公司为华锡集团控股公司（控股 49%），其他下属单位均为全额出资，股权结构相对单一，国有股“一股独大”，严重制约了企业在资本市场上的扩张。

自成立以来，华锡集团分别向工商银行借款 3 亿元、建设银行借款 3 亿元、中国银行借款 900 万元，合计 6.09 亿元，三大银行委托华融资产管理公司统一管理 6.09 亿元贷款；2002 年底，四部委联合发文允许华融持有华锡集团 6.09 亿元债务转为股份；2003 年底，由于华融确认停息时间较晚，华锡集团付息 3241 余万，但利息允许作为债务的抵减；2004 年，根据协议，会计账面意见确认华融债转股，计入净资产，尚未确认股权比例，账面上全部进入实收资本；2005 年，根据国资委的文件，预分红 500 万元；2005 年 12 月 31 日，华锡集团才对全部资产进行评估，包括所有的土地、房屋和矿权。其中，部分土地为国有土地授权华锡集团经营，土地评估增值部分作为实收资本进行调帐。2005 年至今，华融债转股实质上是停留在非债非股状态。

此外，华锡集团举步关闭破产工作政策性强，涉及面广。直接划入并组成河池华锡长坡矿业有限责任公司的单位为 12 个：铜坑矿长坡坑口、大厂华锡劳务服务有限责任公司、大厂物资工贸有限责任公司、大厂商业公司、大厂宾馆、大厂教培中心、大厂工人医院、金城江冶炼厂、河池冶金化工厂、金城江矿山机械

厂、广西河池华星汽车检测维修有限责任公司、北海办事处；另主体单位剥离的辅业有：铜坑矿职工医院、卫生绿化队、充填料车间、车河选矿厂职工医院、后勤服务中心、加工车间、来宾金海实业有限责任公司、水电厂电讯站、二一五地质队矿产公司、生活服务公司。

关闭破产涉及的职工人数总计 11836 人，其中在职职工 8411 人，离退休职工 3425 人。在职职工中，主体辅业 818 人。

2006 年 3 月 6 日，华锡集团收购了湖南省郴州市冶炼厂，这是华锡集团在资本运营领域的第一大举措，此次资本运营活动的效果如上一章分析，评价为一般。

综合现状分析所述，目前华锡集团整体改制工作尚未完成，债转股问题亟待解决，破产工作还在逐步进行中，华锡集团尚不具备成熟的资本运营的条件。

5.2.2 华锡集团资本运营前期准备工作

为了给资本运营建立良好的微观条件，华锡集团应重点采取以下措施：

1. 壮大集团实力，增强自身造血功能

企业活动可简单分为两方面——在产品市场上的经营和在资本市场上的运作。前者是内在素质，提高效益；后者是外在表现，扩张规模，二者相辅相成，共同促进企业健康持续稳定发展^[77]。华锡集团应秉承这一理念，全面贯彻落实科学发展观，强化能源基础管理，优化工艺技术操作，加强余热、余能综合利用，走循环发展节能之路。逐步壮大经济实力，增强造血功能，为公司适时抓住机遇开展资本运作夯实了基础。

2. 改革改制全面推进，体制机制不断创新

协调运转、有效制衡的资本运作机制的形成，直接决定和影响资本运作目标的实现^[78]。我公司突出抓好结构调整和科学管理创新，建立以产权为纽带科学规范的现代企业制度，公司组织结构管理扁平化、锡铋等主业管理集中化、层级对标管理不断深化；构建统一融资运作平台，形成内源融资和外源融资、间接融资与直接融资、股本融资与债务融资相结合的多元化长效融资机制；建立内部价格协调机制，扩大协调区域和协调品种，产品价格实现内部共享，避免内部恶性竞争；强化对控股、参股企业的监督管理，实施外派（聘）董监事制度、外派人员重大事项报告制度和财务报送制度，加强对权属企业的绩效评价，确保资本运营项目成功实施。

3. 重视资本运营专业人才储备

资本运营专业管理人员的素质对资本运作效果影响重大。基于长远发展目标，我公司非常重视引进和培养资本运营专业人才，着重从银行、证券、律师、

精算师、期货等业务领域物色人才,有计划地加强培训与交流,力争储备一支业务素质高、创新意识强、积极工作的资本运营专业团队,不断提高应对成熟资本市场能力,推动和创新公司资本运作实践。

4. 加强资本运营项目风险控制

我们重视对资本运营成本与风险分析,强化风险意识,坚持投资不盲目、不草率,投资决策制度化、科学化,项目操作程序规范化。尤其对重大项目,通过科学论证、慎重决策和有效风险控制,提高对经营风险、管理风险、财务风险、信息风险、反收购风险、经济体制风险、股市风险、国际经济形势风险等资本运作风险的防范和化解能力,做到稳而积极,确保资本运营质量^[79]。

5.3 华锡集团资本运营总体战略

5.3.1 培育多元化融资渠道

1. 积极与各金融机构建立长期战略合作关系

长期以来,华锡集团非常注重保持良好的信用形象。上市之后,应继续秉承这一优良传统,争取较高的信用评级等级。高等级的信用帮助公司取得金融机构的支持,得到投资者的信任,降低融资成本,扩大融资规模。尤其是公司重组后,必须充分利用大集团的优势,基于良好信誉和合作前景,积极与多家金融机构特别是国有大银行建立起长期稳定的战略合作关系,将业务合作不断向更广、更深的层次发展。

2. 敏锐捕捉创新融资机遇,拓宽融资渠道,降低融资成本

整体改制上市的完成将引领华锡集团从间接融资大踏步迈向直接融资之路。华锡集团应密切关注宏观环境变化、行业动态及资本市场规律与规则,捕捉内外潜在机会和潜在风险及其对企业可能产生的影响,在此基础上,抢抓新融资机会,努力探寻适合自己的最高效的融资方式,减少对传统银行贷款的依赖,同时有效控制财务风险、降低资金成本,使公司能更有效地筹集到资金、利用好资金。找准时机实施短期融资、贷款资金信托计划、融资租赁、经营租赁、BOT等重大融资项目^[80]。这一系列的创新融资运作是对公司融资创新意识的敏锐性和把握市场的成熟性的鲜活体现,可极大地提高公司资本市场形象,增强其再融资能力,为做大做强企业提供强大的资本支持。

3. 充分利用上市公司平台直接融资

企业通过上市直接融资,是培植内生性因素、转变经济增长方式和发展模式

的战略选择。华锡集团整体改制上市即将完成，势必成为聚焦核心产业的主要平台，融资能力的加强可大大提高资本运营的力度^[81]。随着募集资金项目的投产、收入的产生，上市公司规模迅速扩张，现金流水平及财务状况更为稳健，同时对完善治理结构、增强激励约束作用也很明显，这也将大大提高华锡集团在国内外资本市场的形象。

4. 因企制宜，扎实推进境外资本市场融资运作

企业一旦成为国际公众公司，其商誉和品牌等无形资产价值将大大提升。华锡集团可结合自身特点，拓宽视野，考虑在时机恰当时选择适合企业发展的境外上市模式和上市市场，走出去利用国际资本市场平台规范运作，提高国际竞争力。目前，境外上市的时机尚未成熟，还有赖于市场的氛围和公司内部整合的真正完成。华锡集团应积极做好准备工作，选择时机分步实施，先小后大、先易后难。有三种设想：

一是买壳境外上市。收购一个业绩较差、筹资能力弱化的境外上市公司（壳公司）取得上市地位，然后通过“反向收购”方式注入自己有关业务与资产，实现间接上市目的。买壳上市与以 IPO 直接上市相比，可以用很低的成本在较短时间内 100%保证上市。

二是分拆境外上市。保持公司控股地位前提下，将现有资产分拆或者对控股子公司进行改制，然后在境外公开招股上市。若分拆上市得以实现，公司可变现股份，获得超额投资收益，上市子公司则可利用分拆上市带来的资金和资本运营优势，进一步培养新的高成长项目，拓展更大发展空间，同时完善治理机制，提高国际竞争力。

三是境外第二上市。公司旗下上市公司选择时机，到境外另一个交易活跃、平均市盈率高的证券交易所进行第二上市，通过股份在两个市场间流通转换，使股价有更好的市场表现。

5. 创新债务理财管理，充分利用金融衍生工具

为更好地应对利率风险，控制资金成本，华锡集团应积极采取措施对企业债务（特别是长期借款）实施有效管理，在公司可承受的风险管理成本限额内，获取风险管理收益^[82]。

在研究利率和国际汇率走势基础上，我们选择恰当的金融衍生产品，锁定或降低外汇资金成本，有效规避汇率风险。

5.3.2 优化内部资源配置

华锡集团目前内部资源比较分散、主辅业分离不够彻底，与企业规模经营及专业化分工协作的要求相背离，如果不进一步整合内部资源实现实质性融合，必

将面临自我生存、自我发展的能力和后劲不足的问题。为此，我们对自身组织结构及资源分布现状进行深入分析研讨后，确立集团内部整合总体思路：围绕“突出主业、增强核心竞争力”目标展开，以持续重组整合、调整优化结构、强化管理、转换机制为手段，使有限的资源发挥最佳效益，打造具有特色、在国内国际市场具有较强竞争优势的大型钢铁集团。制定内部整合三项原则：一是突出核心业务原则，通过内部整合，促进资产结构、组织结构、人员结构、队伍结构优化配置，促进优势互补，突出锡主业，提高整体竞争实力；二是持续稳步推进原则，充分考虑实际，坚持整体布局、先易后难、稳步推进、分步实施，逐步调整优化内部结构；三是规范操作实施原则，每项整合的组织实施都要成立专门组织领导和实施机构，统筹设计，反复论证，指定可行方案，严格规范操作，平稳有序推进。

具体可从以下几个方面着手：

1. 梳理股权结构，建立集团化经营运转体系

企业联合体并不等于集团化，集团化的实质是在各成员企业集合的基础上，建立以产权、资本为纽带的经营运转体系^[83]。华锡集团可将财务性投资与产业性投资进行分类管理，明确集团本部“领导、控制、协调、监督、服务”五项职能，建立集团一体化资本纽带关系；另一方面设立几大投资型公司，组建财务公司，初步形成以集团为核心，独资公司、股份公司、合资公司相互促进、利益共享、竞相发展的良性互动资本运营体系。

2. 推进专业化重组，优化产业结构

我们按照“有进有退、有所为有所不为”的原则进行差异化产业定位，发挥资源最大效用，以获得在市场、技术、资金、管理等方面的协同效应，减少或避免内部无序竞争和重复建设。此外，公司以股权为纽带，将内部资产、人员按照不同业务进行分割，形成多个专业化生产基地或多元化业务的子、孙公司。整合进出口业务，实现进出口业务专业化发展；统一价格协调机制，以“价格统一制定、合同统一谈判”为目标，加大市场协调力度，提高话语权和主动权，谋求规模效益；制定企业商标统一工作方案，整合品牌优势集中打造“金海牌”产品；全面推进资金集中统一管理，力争2010年之前完成整个集团的资金统管；全面启动管理信息化系统工程建设，完成后主业将最终实现产销一体、管控衔接；整合技术资源，发挥技术中心职能，建立共享机制及合作创新平台，推动公司技术创新有效开展等等。

3. 优化调整资产结构，提高资产运营效率

华锡集团“十一五”发展规划，强调产品结构调整、技术装备升级换代和增长方式转变，由粗放型向集约型转变，发挥重组资源、产品和市场优势，同意原

材料、市场、人力资源等生产要素，大力发展循环经济，不断提高质量和增长效益。为了更好地服务于公司发展战略，我们本着先整合、后改造原则，通过清产核资、资产划转、不良资产处置等措施，优化资产结构，改善资产质量，努力在全集团实现资产、资源、人员的优化配置，促进企业效益大幅增长。主要运作方式：一是针对非经营性闲置资产、无效或低效资产及不适应公司长远发展方向的部分资产从公司资产中剥离出去；二是对有一定创收能力但仍靠补贴生存的辅助服务型单位，如生活后勤服务、物业管理等，培育独立自主生存能力，逐步减少费用补贴，减小对主营业务的依附。

4. 优化组织结构，推行扁平化管理，提高管理效率

所谓扁平化，是指企业内部组织机构要适应现代竞争特点，适应现代信息技术发展要求，重新界定分工原理和跨度理论，由金字塔向扁平化模式转变^[84]。我们围绕组织结构优化重塑业务流程，打破原有格局，稳步推行扁平化管理，压缩管理层级，实行管理层和操作层“两层分离”，强化集团统一规划和管控能力，降低管理成本，提高管理效率和效能，促进集团协调高效运转。

5. 重视企业文化整合，提升凝聚力和向心力

企业文化整合是实现一个企业从无序到有序的文化梳理过程。大规模的企业并购重组后，必然要经过文化整合，才具有顽强的生命力，才能抵制外来不良文化的冲击，才能提升到更高的水平。华锡集团应逐步对内部不同文化或文化因素实施一体化整理和整合，提倡全体员工共同参与，在各成员单位之间倡导宽容精神、理解意识、鼓励创造活动，营建统一的文化主张和文化体系。如：统一理念文化，以和谐发展作为知道公司健康成长的基本理念，确立“为社会创造价值，为企业创造效益，为员工创造机会”的核心理念；统一制度文化，对原有各种制度、办法进行梳理、精简、完善，加强宣传，强化执行和监督，规范生产经营活动和岗位行为；打造强大的，是企业文化体系各部门关系和谐，提升企业的凝聚力、向心力和战斗力。

5.3.3 大力实施资源战略

华锡集团在资源整合方面起步较晚，虽然矿产资源较为丰厚，但面对资源危机带来的紧张气氛也不敢怠慢，为了生存与发展，必须积极投身到“资源大战”之中。面对如此激烈的资源竞争环境，如何扩大我们的资源占有量，抢占资源制高点，增强企业的发展后劲，实现我们的发展战略目标？

笔者认为，通过转变观念，树立起资源危机意识，积极培育资源整合能力，扩大资源占有，提高开发能力，抢占矿业权市场，才能紧跟集团公司的发展战略，实现做大做强。资源整合能力包含4个方面的能力：一是地质找矿能力；二是资

源开发能力；三是矿业权的运作能力；四是资本运营能力。华锡集团资源整合的总体思路就是通过以上4个方面能力的有机结合，在一定程度上借鉴行业内的成功经验，尽快实现“立足自有，联合周边，整合地方，境外找矿”的资源战略目标。

1. 立足自有矿山开发，加大找矿能力

在资源价格不断上涨的今天，拥有自由矿山的华锡集团属于业界最具资源优势的企业。华锡集团必须加大找矿投入，多渠道落实资金。作为一个正处于发展中、逐步走向成熟的矿山企业，华锡集团必须每年提取一定的资金用于开展找矿工作，虽然具有一定的风险性，但也非常必要。当然，其提取比例的可根据企业的承受能力和企业找矿规划及发展规划而定。这是一种企业自筹资金的方式，还可采用员工入股、与地勘单位合股或由地勘单位的矿业权入股等形式，多种形式，多管齐下，采取资本运作的方式，尽力回避或减少投资风险。同时，华锡集团还应深挖矿山企业找矿潜力，大力开展老区、周边、深部找矿工作，扩大资源储量，充分利用资源，延长矿山服务年限。

2. 联合专业地勘单位，提高资源开发能力

为了充分整合技术资源，华锡集团应树立“不求所有、但求所用”的观念，与地勘单位建立长期合作关系。计划经济体制下建立起来的专业地勘部门，历来都是地质勘探方面的权威机构，拥有大量的理论基础扎实、工作经验丰富、技术水平较高、勘探手段多样的专业地质找矿人才，并且具有先进的找矿设备和较为健全的组织结构，与有关政府部门也有密切的关系，其找矿能力是矿山企业可望而不可及的。更为关键的是，他们经过多年的大规模的地质勘探工作，他们掌握了从基础地质、构造地质和矿床地质方面的大量文字资料和图表，拥有一笔巨大的无形资产。华锡集团应及时转变观念，抓住机遇，树立“不求所有，但求所用”的思想，与地勘单位建立起长期合作关系，充分利用地勘单位的人才优势、技术优势、资源优势，为我所用，壮大资源开发能力。

在华锡集团大力培育和提高了资源开发能力的同时，必须注重以下两个方面的工作：

第一，提高开采技术水平，充分利用矿产资源。就是要按照“科学规划，合理开发，精心管理，效益至上，加快发展”的矿山建设方针，大力开展技术创新活动，提高矿业开发的科技含量，减小资源的损失和浪费，从粗放型向集约型转变；

第二，走可持续发展之路，实现跨越发展与持续发展的辩证统一。在大力开发矿产资源的同时，作好资源和环境保护方面的工作，提高资源的利用率，对现阶段经济、技术方面还无法进行合理开采的矿产资源，作好保护和储备，不仅要

推动国民经济的发展，也要确保矿业权的保值或增值。

3. 注重矿业权的维护及管理，提高矿业权的运作能力

首先，华锡集团必须注重矿业权维护与管理工作，确保长期、稳定、连续、合理开采矿产资源，维护与管理好矿业权就是要维护与管理好企业的资产。要合理合法地开发矿产资源，必须确保矿业权的安全。着重注意以下几个方面：

(1) 认真履行矿业权要求的法定义务，合法开采资源；正确行使矿业权人的权利，维护好矿业权人的合法权益。

(2) 根据资源勘探情况，适时调整矿业权范围，确保资源占有，避免别人钻“空子”。

(3) 作好矿山地质储量管理工作，做到知己知彼，充分认清资源形势，及时调整资源战略。

(4) 作好矿业权及矿产资源规划的有关保密工作。

第二，华锡集团还必须放眼矿业权市场，提高矿业权运作能力，通过矿业权运作，扩大资源占有随着矿业权市场的建立与健全，矿业权主要通过市场交易获得，矿业权市场将是“占资源、占地盘”的一个重要的渠道。提高矿权的运作能力，就是要加强与各级政府及矿业权交易市场的密切联系，加快矿业信息的获得与传递，立足地方、辐射全国，甚至瞄准国外市场，实现“占资源、占地盘、占市场”。另外，通过矿业权运作，可以优化资源配置，调整资源结构，充分利用好矿产资源，推动经济的发展。

4. 整合本土资源，寻找海外矿山

华锡集团应在适当的时机，通过兼并、收购、控股、参股广西省境内中小矿山企业，以较少投入控制更多的资本，实现低成本扩张。通过运用多种资本运营的手段，用自己的资本向其他企业渗透，从而控制与运用其他企业的资源及资本，壮大企业的资本规模，实现资本扩张，此为“做大”；同时，规模的扩大必然进一步带动企业的科技进步和管理进步，促进“三个转变”，实现“做强”。

在这一方面，云锡集团的“个旧模式”中的“五统一、一独立”的模式具有很大的参考价值。在实现国有矿山资源大整合和清理整顿的基础上，通过政府引导，云锡与保留的私营矿山企业共同协商，提出了统一规划布局、统一生产管理、统一技术管理、统一安全管理和统一产品流向、依法独立核算的“五统一、一独立”的私营矿山企业整合模式，完成了对个旧市振兴锡矿等18家私营矿山企业的整合。在实际工作中，采取了多种灵活有效的整合方式。对生产区域相对独立的，进行独立整合；对生产区域与云锡公司矿区紧密相连又处在同一生活区域的，采取成立直属工业区的方式合并整合；对生产区域严重交叉重叠、但能划出固定区域的，采取划定区域的方式整合；无法单独划定区域的，采取保留现有生产点的

方式实施“点整合”；对于少数私营企业，因其生产区域处于已整合企业范围内，则协调、引导其与整合企业进行二次整合。华锡集团可根据自身的实际情况，适当借鉴云锡集团的成功经验。

同时，围绕战略资源控制和发展需要，华锡集团应积极寻找海外，尤其是东南亚地区的矿产资源。运用投资权式合资、非股权式合作、跨国收购与兼并以及国际战略联盟等方式，加快资源扩张步伐。

5.3.4 促进企业低成本快速扩张

参与联盟、并购和重组是快速扩张的重要手段，如安塞乐米塔尔、韩国浦项、宝钢、鞍钢等大型冶金企业都纷纷展开收购和扩张攻势^[85]。为了在未来残酷竞争中获得生存，华锡集团应重点从人才、方案及目标方面做好准备，选择寻找有长远前景的相关产业公司，通过并购重组扩大业务规模和范围。首先，考虑联合广西省境内某些具有一定规模的锡冶炼企业，条件成熟时，可考虑在更大范围内选择优势项目进行战略并购，以较低的成本获得被并购方原有营销渠道、人才、技术、产品等资源的控制权，迅速扩大自身规模实力，提升行业地位和市场份额，实现大集团、大地域的跨越式发展。

5.3.5 构建境外投融资平台

企业经营国际化趋势，促使优势企业更多地采用合资经营、独立经营、跨国并购、海外上市等国际化经营形式，利用国外的资本和生产要素，开展国际资本运营。华锡集团也可考虑择机在境外投资设立控股公司，作为境外投资融资平台。一方面，借助国际资本市场力量输出产品或服务，同时借鉴和引进国外先进的投融资经验、网络和人才资源，提高企业在国际市场的竞争实力；另一方面，利用境外较宽松的投融资政策和优良财务及资产管理机制，通过反向并购、股权置换等方式在国际资本市场上从事各类股权投融资活动。如：开展境外融资（着重以私募方式引入国际资本），使投资主体更多元化；协助公司境外上市运作，帮助寻找、推荐有价值的境外“壳资源”，引荐国外上市方面的丰富操作经验和成熟运作模式；协助公司跨国并购，做好境外投资想到（着重于国内资源相对不足的境外资源开发类项目），开拓境外企业购并项目等。

5.3.6 构建境内投融资平台

华锡集团可在稳固主业基础上择机切入金融业，构建更广阔的境内投融资平台，满足公司获取稳定收益和融资的需求，为主业发展提供有力支撑。具体做法

如下：

1. 组建财务公司

企业发展到一定程度，内源融资和外源融资的交织需要一个载体来更好地处理产融关系，财务公司恰恰是产业资本与金融资本结合的最有效途径^[86]。财务公司组建后的功能定位、运转模式框架为：一是将专业银行给予的信贷资金由财务公司统一运作，采用统贷统还、代理结算、代理售汇、代理开证等方式，对区域内的短期商业信贷、银行结算和外汇结算等业务功能，以财务公司为载体进行功能嫁接与转换，改变目前集团内部资金外滞、外部资金回流不畅状况；二是运用金融创新工具和吸收外部资金，开拓与外部资本市场联系渠道，加强对集团内部成员企业资金需求支持。如：通过吸收金融机构参股，增加资本筹措；通过增发公司债券、对国家重点地项目组织转贷和银团贷款，增加中长期资金筹措；通过办理结算业务、发行内部融资性商业票据、办理票据贴现和再贴现、开展同业拆借等，组织短期资金运用；通过申请外债规模组是境外融资等；三是开办财务顾问，成为服务于集团内部成员企业的中介机构和理财专家。

2. 注资商业银行

银监会规定，2007年1月1日起各商业银行资本充足率不得低于8%，因此未达标的商业银行急需通过重组扩充资本，这位企业注资商业银行切入金融领域提供了有利时机与条件。鉴于商业银行的地域和人脉优势突出，网点星罗棋布、股权结构分散等特点，在充分论证基础上，华锡集团可考虑选择一家资产质量将好的地方商业银行注资，直接拥有其现成牌照，跨过监管严格的行业门槛切入金融领域，利用金融资本带动主业发展。

5.3.7 发展多元化主业

发展多元化产业是企业建立新的增长点的有效战略。华锡集团将以降低主业经营风险为目标，积极选择培育具有较强竞争力的多元化产业。因此，必须密切关注市场发展变化，积极寻找商机，考虑投资或收购一些新兴技术产业或具有潜质的团队，适时进入新的业务领域，如资源节约型经济、新能源、电子信息、生物医药、环保等“十一五”期间国家重点扶持和优先发展的产业，通过资本运营带动原来的主业或者受到原来主业的带动，实现多元化经营的协同效应。

5.3.8 拓宽资金运用渠道

在确保资金安全性、流动性前提下，我们将富余资金择机介入资本市场，捕捉机会成功投资，获取较高投资回报。在充分调研基础上，华锡集团可运用以下方式提高资金运营效益：一是参与定向私募或原始股发行；二是短期委托贷款，

以委贷方式向某些急需资金的企业临时拆借，以期获得高于银行贷款利率的收益；三是投资金融产品，首选投资国债（安全没风险、收益稳定）；四是收购有价值的公司（有发展前景，但资金状况欠佳、濒于破产的公司），一般收购价格比较优惠，考虑对其注资收购，通过资金支持推动其后续发展增值时，再选择逢高出售方式获得较高投资回报等。

第6章 结论与展望

6.1 研究成果

本文以理论和实际相结合的研究目的为导向,把研究范围界定在现行政策法律环境下,借鉴国内外的理论成果来探索适合华锡集团资本运营活动的战略选择。本文作者参考了中外学者的相关研究成果,在理论整理和调研的基础上,对华锡集团资本运营所面临的内外部环境进行了系统的分析,并提出了相应的资本运营举措。论文的主要结论和研究成果可归纳如下:

1、本文首先对资本运营战略与资本运营效果评价进行了诠释,明确了资本运营效果评价在资本运营战略的实施过程中的重要反馈作用。在企业内形成一套完整、有效的资本运营效果评价体系,便于企业的所有者和经营者从繁多的指标中找出影响资本运营行为短期效益和长期发展之间的联系,更好地做到企业短期目标和长期目标间的平衡。

2、本文从华锡集团的历史沿革、组织架构、主要产品构成情况、经营业绩等方面对华锡集团的发展进行了简述,并从行业运行特点与发展趋势、行业竞争格局、行业发展所面临的风险因素、行业景气度预测等方面对有色金属行业环境进行了全面的分析。为华锡集团资本运营战略的提出奠定了基础。

3、本文通过 PEST 分析和 SWOT 分析方法,系统地从政治法律环境、经济环境、社会文化环境、技术环境、内部优势、内部劣势、外部机会、外部威胁等方面对华锡集团资本运营的综合环境进行了全面的研究。研究认为,无论是企业内部环境还是外部环境,无论是国内环境还是国外环境都为华锡集团发展资本运营提供了良好的契机。

4、本文根据易操作性的原则,结合净资产收益率、总资产报酬率、总资产周转率、流动资产周转率、资产负债率、流动比率、资本积累率、总资产增长率这 8 个定量指标、以及公司战略意图实现程度、企业文化融合程度、经营协同程度、目标企业优劣势整合以及其他并购方认为需要体现的指标这 5 个定性指标,采用定量与定性相结合的方法,运用分段函数原理,初步建立了“企业运营效果+前后比较”的企业资本运营效果评价模型。并运用该模型对华锡集团在 2006 年始的资本运营举措效果进行了评价

5、在对华锡集团目前的资本运营现状进行全面诊断的基础上,本文从融资渠道、内部资源配置、资源整合、并购重组、境外融资、拓展经营空间、拓展资

金运用渠道等方面提出了华锡集团的资本运营总体战略,为华锡集团在资本运营领域的发展指明了方向。

6.2 论文的创新点与不足

6.2.1 论文的创新点

1. 根据易操作性的原则,本文运用分段函数原理,结合净资产收益率、总资产报酬率、总资产周转率、流动资产周转率、资产负债率、流动比率、资本积累率、总资产增长率这8个定量指标、以及公司战略意图实现程度、企业文化融合程度、经营协同程度、目标企业优劣势整合以及其他并购方认为需要体现的指标这5个定性指标,采用定量与定性相结合的方法,初步建立了“企业运营效果+前后比较”的企业资本运营效果评价模型。

2. 本文运用企业资本运营效果评价模型对华锡集团在2006年始的资本运营举措效果进行了评价,以便使华锡集团能够从理论高度认识到自己的资本运营绩效,从而有针对性的提升资本运营能力。

6.2.2 研究的不足之处

1. 对各种资本运营方式在实践中的应用研究还有待深入。
2. 企业资本运营效果评价模型中指标的选取以及权重的确定的研究有待加强,另外对专家的选择也应进一步规范。

6.3 研究展望

本文虽然对华锡集团资本运营问题进行了较为全面、深入、系统的研究,可以说是这是一项带有挑战性的研究课题,是一项具有开拓性的探索。但由于华锡集团资本运营涉及面广,政策性强,历史遗留问题多,加之本人能力所限还有许多问题尚待进一步研究。其中:(1)在构建指标体系时,由于我国目前没有一个权威的评价企业资本运营的指标体系,选取的主要指标都是基于对企业绩效评价的基础上,加上特别抽取的几个相关指标,在指标的选取上可能存在一定程度的主观性和偏差。资本运营是一个复杂的系统,企业的各项财务指标受多方面的影响,模型的建立很难科学合理的摒除其他因素对企业财务指标的影响,这方面

的研究有待加强。(2) 华锡集团资本运营仍处于起步阶段, 如何通过资本运营战略的实施真正提升企业的综合实力, 建立适应华锡集团资本运营的高效安全的资本运营运作机制还有待进一步的研究;(3) 证券市场是融资平台, 华锡集团改制上市指日可待, 如何利用各项金融工具为企业创造更多的财富, 将成为华锡集团资本运营战略未来发展的一个重大方向。(4) 国际化是大型企业集团扩张的必经之路, 资本运营战略将成为华锡集团全球扩张的重要砝码, 如何不断深化发展华锡集团的资本运营战略成为引导未来华锡全球发展战略的一盏导航灯。

致谢

我有幸得到了中南大学商学院胡振华教授的悉心指导，胡教授从研究方向、选题到论文的基本框架结构都进行了耐心的引导，在论文撰写过程中胡教授不仅给予了理论指导，并为我提供了到华锡集团实地调研的机会。除此之外，胡教授对研究中的难点及论文中的重要论点、论据提出正确意见，多次批改文章。

两年多来，导师严谨治学的态度，勇于创新的研究思路，灵活务实的研究方法，使我受益匪浅。同时，我也感受到了胡教授高尚的品格和做人的原则。在导师的指导与支持下，我的硕士论文才顺利完成。在此，我向我的导师胡振华教授致以无比的敬意与感激！

在硕士论文的写作过程中，我还得到了张根明教授的耐心指导，张教授以在资本运营方面丰富的理论知识与实践经验帮助我克服了研究中的遇到的困难，循循善诱的指导我以战略的眼光、总体的思想，高屋建瓴的观点把握整个研究的中心。在此，我要像张根明教授致以最诚挚的谢意！

在实地调研与专家调查的过程中，我还得到了易经章、杨国忠、彭文辉、罗剑宏、俞凯、欧旭理等各位师长的帮助和关心。华锡集团的各位领导、财务部的相关人员，安塞乐米塔尔集团的财务总监阿格瓦·阿肖克先生、马利宇先生，上海昌通咨询有限责任公司的有关人员为论文的完成提供了方便和许多建设性的意见，使我从中获得了巨大的启发。在硕士论文的完成之际，特向他们表示由衷的感谢。

同时还要感谢我的硕士同学唐颖洁、罗曼凌、朱豫玉，我的好友方静、马丽、丁毅、潘安、梁琦、刘滢等人一直以来的鼓励和支持。

最后，我还要感谢我的父母，他们全心全意的支持我攻读硕士学位，让我保持良好的心态和旺盛的精力去克服求学路上的众多困难。

参考文献

- [1] 哈佛商业评论精粹译丛. 中国人民大学出版社, 2001
- [2] 莫迪格利安尼, 米勒. 资本成本. 公司财务与投资理论, 1958
- [3] 夏乐书. 资本运营的几个理论问题. 财经问题研究, 2004年第7期
- [4] 威斯通等. 兼并重组与公司控制. 经济科学出版社, 1989年版, 127
- [5] Arrow, Klein, Crawford, Alchian, Williamson K. J. "Vertical Integration and Communication". *Bell Journal of Economics*, 6, Spring 1975, p173
- [6] J. 弗雷德. 威斯通等著. 唐旭等译. 兼并、重组与公司控制. 经济科学出版社, 1987年第1版, 171~198
- [7] 孙杰. 资本结构、治理结构和代理成本: 理论、经验和启示. 社会科学文献出版社. 2006年7月
- [8] 蒋一苇, 唐丰义. 论国有资产的价值化管理. 经济研究, 1992. 2
- [9] 徐纪敏. 论资本和资本经营. 华东经济管理, 1998 (1): 24~27
- [10] 乔春华. 资金运行是资本运营的核心. 煤炭经济研究, 1979(2): 45~6
- [11] 屠纯高. 资本运营的产生和发展. 地质经济技术管理, 1997(6): 4~6
- [12] 张志葆. 建设现代企业制度必须善于资本运营. 政策与管理, 1996(3): 21~25
- [13] 曾晓洋. 资本运营过程论. 高等函授学报(哲学社会科学版), 198(3): 1~6
- [14] 张秀英, 郭丽. 关于资本运营的理性思考. 甘肃理论学刊, 1999(5): 40~43
- [15] 郭元希. 资本经营. 西南财经大学出版社, 第一版
- [16] 王慎之. 资本运营论. 金融科学, 2000(1): 12~15
- [17] 夏乐书, 李琳. 资本运营的几个基本理论问题. 财经问题研究, 2000(7): 50~51
- [18] 乔春华. 资本运营的若干理论问题的思考. 煤炭经济研究, 1997(1): 21~25
- [19] 杨桦. 资本运营是国有经济结构调整和优化的有效途径. 政策与管理, 1997(9) : 10~15
- [20] 刘恩禄. 资本运营与理财新理念. 北京商学院学报, 1998(1): 1~5
- [21] 王凯, 谢海涛. 从资本运营看我国资本市场的发展. 南京经济学院学报, 1998(4): 67~69
- [22] Mandelke, G. Risk and return: the case of merging firm. *Journal of Financial Management and Analysis*, 1999, (12): 1-14
- [23] Turner, Harvey. Inside the Box: What Explains Differences in Efficiencies of Financial Institutions. *Journal of Banking and Finance*, 2004, (21): 895-947.

- [24] Jensen M.C., R. S. Ruback. The market for corporation control: the scientific Evidence. *Journal Financial Economics*, 1983, (1): 323-329
- [25] K.Schwert. Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996,(29): 1405-1419
- [26] 张新. 并购重组是否创造价值?—中国证券市场的理论与实证研究. *经济研究*, 2003, (5): 1-11
- [27] 李善民, 陈玉罡. 上市公司兼并与收购的财富效应. *经济研究*, 2002, (11): 27—35
- [28] Agrawal , A.J.F. Jaffe, G.N. Mandelker. The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly. *Journal of Financial LVIL*, 1992, (4): 115-146
- [29] 张兰, 刘爽. 公司财务指标与并购绩效相关度问题. *生产力研究*, 2006, (8): 272-273, 258
- [30] 张秀兰. 并购绩效的实证研究. *企业经济*, 2006, (7): 129-131
- [31] 陈信元, 原红旗. 上市公司资产重组财务会计问题研究. *会计研究*, 1998, (10): 2-10.
- [32] 郭来生. 1998 年沪深上市公司资产重组绩效实证分析. 大鹏证券研究所研究报告, 1999.
- [33] 彭志刚, 涂人猛. 上市公司资产重组的动因、模式与绩效. *南方经济*, 1999, (5): 29-31
- [34] 冯根福, 吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究. *经济研究*, 2001, (1): 54-61
- [35] 张文璋, 顾慧慧. 我国上市公司并购绩效的实证研究. *证券市场导报*, 2002, (9): 21-26
- [36] 朱乾宇. 我国上市公司并购绩效的多元回归分析. *中南民族大学学报(自然科学版)*, 2002, 21(1): 83-86
- [37] 闻博. 上市公司并购绩效的实证分析. *南京工业职业技术学院学报*, 2003, 3(3): 42-45
- [38] 方芳, 闫晓彤. 中国上市公司并购绩效与思考. *经济理论与经济管理*, 2002, (8): 43-48
- [39] 陈宏民, 李泉. 我国上市公司非关联资产重组绩效的实证研究. *系统工程理论与实践*. 2004, 24(10): 1-7
- [40] 赖步连, 杨继东, 周业安. 异质波动与并购绩效——基于中国上市公司的

- 实证研究. 金融研究, 2006, (12): 126-139
- [41] 檀向球. 沪市上市公司资产重组绩效实证研究. 中国证券报, 1998-09-28
- [42] 王跃堂. 我国证券市场资产重组绩效之比较分析. 财经研究, 1999, (7): 53-59
- [43] 陆国庆. 中国上市公司不同资产重组类型的绩效比较. 财经科学, 2000, (6): 20-24
- [44] 高见, 陈歆玮. 中国证券市场资产重组效应分析. 经济科学, 2000, (1): 66-77
- [45] 范从来, 袁静. 成长性、成熟性和衰退性产业上市公司并购绩效的实证分析. 中国工业经济, 2002, (8): 65-72
- [46] 李善民. 上市公司并购绩效及其影响因素研究. 世界经济, 2004, (9): 60-67
- [47] 阎大颖. 历史绩效与企业并购行业模式因果关联的研究. 财经研究, 2006, 32(11): 125-134
- [48] 彭晓英, 鲁永恒. 基于核心能力的企业并购绩效研究. 财会月刊, 2005(4): 69-70
- [49] 汪群, 孟然, 张阳. 基于核心竞争力的公司并购及整合分析——对 2002 年深沪两市部分并购的思考. 现代管理科学, 2006, (4): 24-25, 35
- [50] 潘杰, 唐元虎. 治理结构对并购绩效的影响. 上海管理科学, 2005, 27(6): 1-3
- [51] Singh A. Take-overs. Cambridge: Cambridge University Press, 1971
- [52] Healy P, Palepu K. G, Ruback R S.. Does Corporate Performance Improve after Mergers? . Journal of Financial Economics, 1992, 31:135- 175
- [53] Limmack R.J. . Takeovers as a Disciplinary Mechanism? . Advances in Mergers and Acquisitions, 2000, (1): 93- 118
- [54] 张铁男. 企业投资决策与资本运营. 哈尔滨工程大学出版社, 2000
- [55] 陈晓红等编著. 战略型资本运营. 湖南人民出版社, 2003
- [56] 中国企业绩效评价方法研究. 孟建民[主编] 中国会计学会[编] 页数:209 出版社:中国财政经济出版社 出版日期:2002
- [57] 基于企业生命周期的资本运营研究 :李姚矿, 杨善林著 出版社:经济科学出版社 出版日期:2006
- [58] 2008 年: 有色行业仍处景气周期中 行业整合风起云涌. 上海有色金属网. <http://www.smm.com.cn/readnews.php?id=14869>
- [59] 2008 行业景气度排名. 天下财经研究报告权威论坛. <http://bbs.21our.com/viewthread.php?tid=1135562>

- [60] 中国工业市场年鉴编辑委员会编. 中国工业市场年鉴 2007 588 个行业报告 [中英文本]. 香港城市大学出版社, 2007
- [61] 2008 年中国宏观经济年度报告. 中国行业年度报告
<http://ar.cei.gov.cn/web/Column.asp?ColumnId=14>
- [62] 企业价值评估与资本运营 中国资产评估协会, 中央财经大学资产评估研究所编 出版社:经济科学出版社 出版日期:2006
- [63] 肖金成.政策建议:构建国有资本运营主体.中国经济时报,2002 年 7 月 16 日
- [64] 公司理财与资本运营 张平, 单维民著 页数:295 页 出版社:辽宁大学出版社 出版日期:2007
- [65] Arrow K. The Economics of Agency. J.pratt and R.Zeckhuaser(eds.). Principal and Agent: The Structure of Business, pp.37-51. Boston: Harvard Business School Press
- [66] Grossman. S., and O. Hart, 1983, An Anaiysis of the principal-Agent problem, *Econometrica*51: 7-45
- [67] 企业投资绩效评价与融资成本估算体系 刘志远等著 页数:244 出版社:经济科学出版社 出版日期:2007
- [68] H. Demsetz, 1988, Ownership, control, and the Firm (The Organization of Economic Activ-ity, Vol.1), Basil Blackwell
- [69] 谢联恒, 陈劲, 孟繁. 我国国有企业财务经营规律初探. 经济体制改革, 2002 年 3 月
- [70] 杨晓嘉. 并购绩效评价与优化. 湖南人民出版社, 2007
- [71] 何广涛等编著. 解读资本运营 企业资本运营模式精要·实证分析. 机械工业出版社, 2003
- [72] 财政部统计评价司. 企业绩效评价问答. 经济科学出版社, 1999
- [73] 国务院国资委统计评价局. 企业绩效评价标准值 2006. .经济科学出版社, 2006
- [74] 国务院国资委统计评价局. 企业绩效评价标准值 2008. .经济科学出版社, 2008
- [75] Ninon Kohers and Theodor Kohers. The Value Creation Potential of High-Tech Mergers. *Financial Analysts Journal*, 2000 (May/June)
- [76] 中外企业管理案例研究中心编著. 2004-2005 年度中国企业最佳案例 资本运营. 长安出版社, 2005
- [77] 王毅、应瑛.基于核心能力的企业战略管理研究.《中国软科学》,2001 年第

3 期

- [78] Demsetz H., K. Lehn, The structure of Corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy* 1998
- [79] 方明编. 100 个成功的资本运营. 机械工业出版社, 2003
- [80] 何诚颖. 国有经济的战略性改组及其运行 下篇 国有经济战略性改组与国有资本运营. 中国财政经济出版社. 2002
- [81] 谭清文. 试论现代企业的产权激励约束. 《国有资产管理》, 2000 年 2 期
- [82] Christine Brown, Kevin Davis. Capital management in mutual financial institutions. *Journal of Banking & Finance*, 6 Sep. 2008
- [83] R.R.Arrow[英]著, 韩枫编译. 剑桥资本运营管理. :光明日报出版社, 2002
- [84] 赵黎明主编. 《现代企业管理学》. 天津大学出版社, 2002 年 9 月
- [85] 牛克洪主编. 高成长企业案例评析. 中国经济出版社, 2003
- [86] 董力为著. 资本运营及其会计问题研究. 经济管理出版社, 2007

攻读学位期间主要的研究成果

一、参与的主要课题：

1. 教育部“高等学校博士学科点专项科研基金”项目：“基于 Meta-study 的产业集群鉴别方法与核心竞争力评价”

2. 华锡集团有限责任公司委托项目：“华锡集团有限责任公司总体发展战略研究”

二、发表的学术论文

1. 第二作者：卢芳珏 《华锡集团资本运营效果评价研究》 《湖南医科大学学报（社会科学版）》 2008 年 导师胡振华教授为第一作者（已被录用）

2. 第二作者：卢芳珏 《从学习型组织理论角度探讨内部控制》 《企业家天地》 2008 年 6 月 （已发表）

3. 第一作者：卢芳珏 《The overview of the classification of industry clusters both abroad and home》 《中南大学学生英语学术研讨会论文集》 2008 年 （已被录用）

三、获奖情况

论文《The overview of the classification of industry clusters both abroad and home》获 2008 年中南大学首届学生英语学术研讨会“优胜奖”证书