

中小企业经营者的必备工具文库！
中小企业管理研究学者的推荐读物！

走向卓越

Towards
Excellence

中小企业领导者经营管理必备文库

赵涛 / 主编

资本经营实战精要



资本经营是中小企业进行低成本扩张的战略手段！当前，中小企业的生存环境不断恶化，运营成本与风险也越来越大，资金短缺成为中小企业普遍存在的问题。在新形势下，如何进行产业运作与资本积累，如何整合内外部资源，这是中小企业领导者不得不面对的问题。《中小企业资本经营实战精要》一书通过对国内外资本经营典型案例的剖析，阐述了企业资本扩张、收缩、重组和托管四大方面的各种运作方式，帮助中小企业领导者分析和解决资本经营中存在的实际问题，掌握资本经营的有效方法。

中小企业 资本经营实战精要

赵涛 主编

 企业管理出版社
ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

走向卓越/赵涛主编.—北京:企业管理出版社,

2009.8

(中小企业领导者经营管理必备文库)

ISBN 978-7-80255-243-2

I.走… II.赵… III.中小企业-企业管理

IV.F276.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 129416 号

书 名:走向卓越——中小企业领导者经营管理必备文库

作 者:赵 涛

责任编辑:群 力

书 号:ISBN 978-7-80255-243-2

出版发行:企业管理出版社

地 址:北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编:100044

网 址:<http://www.emph.cn>

电 话:出版部:68414643 发行部:68414644 编辑部:68428387

电子信箱:80147@sina.com zbs@emph.cn

印 刷:北京金吉士印刷有限责任公司

经 销:新华书店

规 格:787 毫米×1092 毫米 16 开 143 印张 1800 千字

印 次:2009 年 8 月第 1 版 2009 年 8 月第 1 次印刷

印 数:1-5000 册

总 定 价:485.00 元(11 册)

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

前言

中小企业管理研究专家指出，有五项因素使中小企业暂时获得了成功，一是机会主义者，二是行动者，三是冒险精神，四是充满自信，五是身心健康。大部分中小企业随着规模的发展壮大，其创业因素并没有转化为管理优势，或者说根本就无法转化为优势，反而升级成为企业致命的疾患。随着全球经济一体化进程的加快与市场信息时代的到来，特别是这一轮金融危机的冲击，残酷的市场环境越来越考验中小企业的软实力，迫切需要其经营管理者提高自身素质，补充现代经营管理知识。而大部分管理者由于忙于应酬，没有太多休闲时间来系统学习管理，或者更看重自身的工作经验积累，使企业在管理方面出现严重“短板”。

在中国经济的大环境与政策之下，要想解决管理上的问题，就要真正做到以中小企业为本，照搬知名大企业的成功案例无异于望梅止渴，套用业界流行的管理新概念也往往令企业陷入尴尬。基于此，我编委会对全国 5000 多家中小企业进行了翔实的市场调研，并联合中小企业研究学者、具有丰富管理经验的中小企业经营者与资深的企业管理顾问，推出了国内第一套针对中小企业管理的工具丛书。我们不是向企业主阐述新观念、新理论，而是提出方法和建议，这套丛书的最大特点就是“突出工具性，即学即用”，解决问题简单、直接、一针见血。

丛书分为经、史、子、集 4 大系列：经——解读政策，正面危机；史——分析案例，以史鉴今；子——诸子百家，实战精要；集——实用管理文案的集大成者。22 册图书专注现代中小企业成功的每一个关键环节，解决中小企业经营 22 个领域的问题，真正做到“增加经营知识、提高管理素质、满足工作需要、掌握实际技能”。

目 录

第 1 章	资本经营和我的企业有关吗	1
	——资本经营的含义	
第 2 章	中小企业资本经营的特别之处	13
	——资本经营的理念	
第 3 章	资本经营和中小企业经营怎么结合	25
	——资本经营与商品经营	
第 4 章	中小企业怎么快速扩张	35
	——资本扩张方式：总论	
第 5 章	资本扩张方式（一）：兼并	41
第 6 章	资本扩张方式（二）：收购	51
第 7 章	资本扩张方式（三）：战略联盟	69
第 8 章	收回手握紧拳头是为了下一次出击	83
	——资本收缩方式：总论	
第 9 章	资本收缩方式（一）：股份回购	91
第 10 章	资本收缩方式（二）：资产剥离	99
第 11 章	资本收缩方式（三）：企业分立	103
第 12 章	资本收缩方式（四）：企业清算	111
第 13 章	凤凰涅槃或是破茧化蝶	123
	——资产重组方式：总论	
第 14 章	资产重组方式（一）：股份制改造	143
第 15 章	资产重组方式（二）：资产置换	153
第 16 章	资产重组方式（三）：债务重组	157

第 17 章 资产重组方式（四）：债转股 167

第 18 章 资产重组方式（五）：破产重组 177

第 19 章 寻找专业机构经营 183

——托管经营



第1章 | 资本经营和我的企业有关吗

——资本经营的含义

实战技巧

什么是资本经营？所谓资本经营是指围绕资本保值增值进行经营管理，把资本收益作为管理的核心，实现资本盈利能力最大化。资本经营的涵义有广义和狭义之分。广义的资本经营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。包括所有以资本增值最大化为目的的企业经营活动，比如产品经营和商品经营。狭义的资本经营是指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，通过流动、收购、兼并、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、参股、控股、交易、转让等各种途径优化配置，提高资本经营效率和效益，以实现最大限度增值目标的一种经营方式。确实，资本经营的内容非常广泛，从不同的方面划分，有以下两方面的内容：

第一，从资本的运动状态来划分，可以将其划分为存量资本经营和增量资本经营。存量资本经营指的是投入企业的资本形成资产后，以增值为目标而进行的企业的经济活动。资产经营是资本得以增值的必要环

节。企业还通过对兼并、联合、股份制、租赁、破产等产权转让方式，促进资本存量的合理流动和优化配置。增量资本经营实质上是企业的投资行为，因此，增量资本经营是对企业的投资活动进行筹划和管理。包括投资方向的选择、投资结构的优化、筹资与投资决策、投资管理等。

第二，从资本经营的形式和内容来划分，可以将资本经营分为实业资本经营、金融资本经营、产权资本经营以及无形资本经营等。实业资本经营是以实业为对象的资本经营活动。金融资本经营是指以金融商品（或称货币商品）为对象的资本经营活动。产权资本经营是指以产权为对象的资本经营活动。无形资本经营是以无形资本为对象的经营活动，本书的基本框架就是按照资本经营过程来安排的。

资本经营的方式，主要体现在以下六个方面：

（1）资本扩张方式。资本扩张是资本自身生存发展的需要，也是资本具有的本质属性。企业资本扩张经营的方式是多种多样的。目前我国企业资本扩张中采用的基本方式有兼并、收购、战略联盟等。企业资本扩张经营的根本目的是实现股东价值的最大化，并且使现有管理者的收益更大。这既是现代经营管理目标所决定的，也是企业代理理论所决定的。企业资本扩张的价值来源主要体现在：获取战略机会；产生协同效应；提高管理效率；从目标企业的价值低估中获益；降低交易成本；在联盟中实现共赢等方面。

（2）资本收缩方式。企业在经营中，随着经营战略和条件的变化，会出现一些不适合企业长期战略、没有成长潜力或影响企业整体业务发展的子公司、部门或产品生产线。为了使资源配置更加合理，更好地规避风险，使企业更具有竞争力，企业可以采取资本收缩经营方式。资本收缩方式主要有股份回购、资产剥离、企业分立、股权出售、企业清算等。资本收缩经营并非一定是企业经营失败的标志，经常与资本扩张方式相配合，通过资本扩张方式进入有发展前途的经营领域，同时从前景不佳的原有经营领域中撤退出来。面对激烈的市场竞争，企业有时采取资本收缩方式，在产业衰退初期就把经营不善的经营单位或业务，通过资本收缩方式进行战略撤退，最大限度地收回投资，降低企业风险，将

过剩的资本转移到其他经营领域，使资本获得更有效的配置，提高企业资本利用效率和效益。

(3) 资产重组方式。资产重组的方式主要有股份制改造、资产置换、债务重组、债转股、破产重组等。资产重组是指对一定企业重组范围内的资产进行分拆、整合或优化组合的活动，是优化资本结构、达到资源合理配置的资本经营方式，资产重组的实质是对企业资源的重新配置。企业在经营过程中，由于市场竞争日益激烈，各种经济因素变动导致企业经营收益不确定，风险也明显增加，很多企业的现金流入与高负债的资本结构所要求的法定现金流出要求严重不匹配，陷入严重的债务支付危机状态。尽管有些企业通过贷款、高负债进行高风险的资本扩张获得成功，但资产负债率过高引发的财务危机，有可能使企业因资产无法变现，不能及时清偿债务，导致失败甚至破产。为了控制企业财务风险，在资本经营过程中，企业必需根据市场环境的不变化，经常运用资产重组方式，对企业的各种资源进行重新配置，优化资本结构，提高资源利用效率，保证企业持续发展。

(4) 租赁经营和托管经营方式。租赁经营和托管经营都是通过存量资本的流动和重组来实现资本经营的。租赁经营是企业所有者将企业资产的所有权在一定时期内出租给承租方，承租方按合同规定定期交纳租金的一种经营方式。托管经营是将经营不善、管理混乱的企业委托给实力较强的优势企业经营管理的一种经营方式。租赁经营和托管经营的实质是在企业所有权与经营权彻底分离的情况下，通过市场对各种生产要素进行优化配置，提高社会资源的利用效率，实现资本经营的目标。用企业租赁、托管方式取得其他企业的资产经营权，拓宽了企业的筹资方式，可避免一次性大规模投入的困扰和企业产权关系转让中出现的一系列矛盾，达到迅速扩大经营权的效果，是增强企业经济实力的有效手段。放弃资产经营权的企业既可以盘活存量资产，优化资本结构；又可以取得一定的收入，同时又不丧失资本的所有权。

(5) 无形资本经营。无形资本经营是指企业对所拥有的各种无形资本进行运筹和策划，用无形资本的价值实现企业的整体价值增值目的的

资本经营方式。无形资产经营的方式主要有：一是通过无形资产实施资本扩张战略。资本经营能够快速做大企业这艘船，船的航行则需要品牌这样的风帆牵引和推动。企业在采用兼并、收购、参股、合资、特许经营等方式实施资本扩张战略时，可将品牌等无形资产作为重要的投入资本，实施名牌发展战略，借助于目标企业的有形资产，以名牌为龙头，迅速扩大生产能力和市场占有率，既可以大大减少增量资本的投入，又可以充分利用对方企业的资本潜力。二是无形资产所有权或使用权转让。通过对无形资产的所有权或使用权进行转让，盘活企业的无形资产，充分发挥无形资产的作用。三是保护和整合无形资产。在经济全球化和网络化市场的情况下，无形资产在企业资本经营中的作用变得越来越重要，成功地运营无形资产，能够有效地提高资本经营的效果。在资本经营过程中，企业必须对品牌资本进行价值评估，采取有效措施防止知识产权等无形资产受到侵权，避免品牌等无形资本的流失，整合本企业与关联方企业的相关品牌，延伸名牌系列产品和服务，提高品牌资本的知名度。

(6) 知识资本经营。狭义的知识资本经营概念，是指在企业资本经营过程中，利用市场机制，转让和引进知识、智力，整合企业内部与外部的知识资本，借助于企业外部的知识资源创造出具有自身竞争优势的经营模式。知识资本经营的主要方式有：在资本经营过程中充分发挥知识资本的作用，建立产学研相结合的学习型组织，吸引国内外高素质技术和经营管理人才加盟，借用“外脑”使企业组织虚拟化，创造知识资本的自由流动机制，建立以顾客为中心的顾客资本经营体制等。在知识经济时代，知识资本对企业的发展具有举足轻重的作用。知识资本的出现使企业的价值不只体现在企业规模的大小，而是越来越体现在拥有知识资本的数量上，它也成为一种商品，其价值在交易中体现出来。随着工业经济时代向知识经济时代的发展，各企业将主要是通过知识而不是金融资本或自然资源等来获取新的竞争优势。企业拥有的内、外知识是无限的，搞好知识资本经营所产生的效益也必将巨大的。此外，知识资本经营围绕市场组织智力资本和企业其他资本，灵敏度高，适应性强，相对减弱了企业经营的风险性。

“资本运作”在云铜集团的发展历程中起着决定性的作用，贯穿始终的仍然是资本的“裂变效应”精髓，证实了“资本能使财富发生裂变效应”的理论。在计划经济条件下，产业资本的发展主要依靠长期自身积累来完成扩大再生产，因此发展十分缓慢。在市场经济条件下，产业资本的发展除了自身积累投入扩大再生产外，主要通过资本市场融资投资，此为资本经营。这样一种融资投资方式的改变，带给企业发展和社会进步一个全新的天地。那么，云铜集团董事长邹韶禄究竟是用什么样的“法宝”裂变了这一资本的力量呢？现在，就让我们逐一来解读其资本经营理念，即邹韶禄的资本经营观。

从云铜集团酝酿云铜股份改制上市之初，邹韶禄的资本经营理念便开始形成并逐步提升和完善。从“生产经营解决吃饭问题，资本经营解决发展问题”，到“市场经济遍地是黄金，资本经营是点金术”，再到“把黄金机遇变为黄金万两，关键是靠资本经营取胜”，针对企业不同发展时期形成的资本观，相生相伴又互为补充。伴着这一理念的不断升华，云南铜业在资本经营这个神秘推手的推动下持续创出辉煌。

改制当初，董事长邹韶禄提出了“生产经营解决吃饭问题，资本经营解决发展问题”的资本观。这一资本观产生的直接作用是催生了云南铜业股份有限公司。邹韶禄认为，企业要发展，要面对全球化竞争，要做大做强，这都需要资金，而资本经营是最有效的方式，企业上市后无疑可以更加有效地通过资本市场集资发展。但是，公司上市也并非谈笑间的闲庭信步。当时排队等待上市的中央企业太多，集团专门成立的上市小组办理上市手续这件事就花了一年多时间。邹韶禄更曾经为此一个星期飞了3趟北京，晚上打点滴，白天接着跑，硬生生掉了10公斤的肉。最终，云铜股份利用了云南省的上市指标，开创了中央企业用地方指标上市的先例。

1997年，云铜集团作为云铜股份的独家发起人，以其全资附属企

业——云南冶炼厂的主要经营性资产经评估后折为国有法人股，成为持股10%以上的法人股东。在公司内部实行职工按社会公众股总10%的比例认购1200万股公司职工股。1998年4月20日，就在云南铜业集团组建仅两年之后，云南铜业股份有限公司在深圳证券交易所挂牌上市。此次公开发行数12亿股，每股价格6.26元，发行总市值7亿多元。其中，国有法人持股2.86亿股，占股本比例的70.44%；社会公众持股12亿股，占股本比例29.56%，其中职工持股1200万股，占股本比例2.96%。上市8天后，募集的7.34亿元资金进到了公司账户，一系列迁建改造及技改项目随即上马。在当时，本次融资是云南上市公司中融资速度最快，融集资金最多的一次，也是云铜股份在资本市场上挖到的“第一桶金”，从而使它完成了在资本市场上的原始积累。而如果用产品经营的自然积累法，这需要等20年。

股份制改造及股票的成功上市，为云铜股份注入了巨大的活力，面对1998年铜价一跌再跌、长期低迷所带来的各种压力和困扰，云铜股份不但经受住了市场的严峻考验，还取得了较为理想的经济效益。在当年全国所有上市公司的中期报表评价中，云铜股份排名位居130位，股票价格也以稳健步伐呈现牛市。

今天，这只股票已成为了资本市场中的新贵，股价一路上蹿。今天，盘点云铜股份在资本市场中的收获：从改制上市以来，云铜股份产能从当年的9万吨改造到18万吨，从18万吨又到22.5万吨，再到如今的36万吨，先后投资的25亿元都来自于股市上的融资所得。11年前上市之初，云铜股份股票发行价仅为6.26元，今天，云铜股份市值从过去40亿元达到目前超过220亿元，为股东和公众带来了丰厚的回报，国有资产得到了极大的保值增值。11年中，不少上市公司要么退市，要么成为垃圾股，11年后的今天，云铜股份已跻身全国千余家上市公司百强及纳税百强，中国铜业第3强，中国有色工业50强排第10位。云铜股份成为了云南上市公司在资本市场上最为活跃、融资量最大的企业。资本经营奥妙万千、作用神奇！邹韶禄感慨道：上市公司有一个最好的融资机制，公司改制以来发展是相当快的，产量年年增长，销售收入年年增长，这不仅是铜价带来

的。产量的大增虽然得益于技术进步，但归根到底还是建立在资本运作的基础上。

按上市招股说明书的要求，云铜股份募集资金的用途主要用于火法系统改造技改项目、异型铜线杆连铸连轧项目和加工分厂搬迁项目。今天，这3个项目都早已全部投产，前两个项目投资利润率分别达到16.1%和21.73%。

1998年的改制上市年，在云铜股份1999年的稳步发展、2000年的自我挑战，乃至整个“十五”的跨越发展中担当了推波助澜的角色。以改制上市为历史的转折点，云铜股份当之无愧地成为了整个集团的龙头老大，销售收入占到了全集团的80%左右。

进入新世纪，善于革新的掌门人邹韶禄与时俱进提出了“市场经济遍地是黄金，资本经营是点金术”的资本观，资本经营从单一型向多样型转变，从单一借贷融资到多形式融资转变，探索成功债转股、增资配股、发行短期融资券等资本经营方式。

“要说资本经营在做大做强云南铜业中扮演什么角色，我认为就是扮演发展加速器的角色。计划经济与市场经济最大的区别是什么？我的看法是，最大的区别就在于计划经济以实物产品为最终追求目标，因而不考虑资本经营；市场经济以商品价值的实现为最终追求目标，因而要着眼生产经营基础上的资本经营，让资本的本性得到合理的张扬，从而带来更多的利润。”这是邹韶禄在2001年接受《云南日报》采访时表达的观点。

2000年，国际国内铜市场价格逐步提高并趋于稳定。云铜股份在这一年对全体股东实施了增资配股。增资配股以送转后的总股本为基数，即以1999年底的总股本73080万股为基数，每10股配售3股，每股配售价格为6.6元，发行数量是6000多万股。

增资配股完成后，云铜募集到了4亿多元资金。根据2000年度第一次临时股东大会通过的决议，募集资金投资3亿多元用于大红山铜矿二期工程开发项目，投资近5000万元用于营销信息网络建设项目，剩余1000多万元用于补充流动资金。用这些钱，当年的大红山项目已经达产，年平

均生产精矿含铜8000吨，含金59公斤，含银536公斤，副产铁精矿15.9万吨，在一定程度上提高了公司原料的自给率，减轻了原料供应的风险。而营销信息网络建设项目建成了一个包括昆明信息中心、10个国内营销部、1个驻港口办事处（进口铜精矿）、1个边贸办事处（进口废杂铜）、产品库在内的信息网络，为云铜及时掌握国内外市场行情，实施对应市场竞争策略，提高产品市场占有率种下了一棵“消息树”。

冷兵器时代，我们的祖先在战场上直面残酷，而今，云铜人在资本市场上用胆识和智慧较量资本。在资本市场上见识了资本神奇力量的云铜高管们，坚决不放过任何一项可能的融资渠道，招招制胜、所向披靡，开启了一道通往间接融资市场的“芝麻之门”。

作为全国“十大理财名企”，云铜向来都是银行新产品的“尝鲜者”。一银行人士这样评价：在云南省内的企业中，云铜是银行融资业务的佼佼者，走在了前面。当我们的业务人员拿着新的融资方案去与他们沟通时，每一次他们都会认真对待，并尽可能地寻求合作的可能。

正是有了这种敢于“尝鲜”的能力，2000年，云铜作为人民银行成都中心支行在云南省的首家商业承兑汇票的试点单位，首获8000万元的商业承兑汇票额度。2002年，额度再次增加，积累了丰富的使用票据经验。时至今日，票据融资已占云铜股份公司融资总额的50%。与银行直接贷款相比，这种不出现资金交易的票据融资，增大了企业的现金流量，每年可降低1.5%~2%的资金成本，同时又赢得了良好的信誉。

2002年初，当保理业务作为一项新兴业务在国内银行业务中“闪亮登场”时，国内大多数企业还不了解它。这是一种由银行买断企业的应收账款，卖方将销售产生的应收账款转让给银行，银行把钱提前支付给卖方，然后银行再向买方追讨的融资方式。它是一种银企间的信用业务，在欧洲，70%的销售都是通过保理业务进行的。在光大银行昆明分行的协调下，云铜争取到了7000万元的保理周转使用额度，并于2002年6月24日，首开云南省保理业务之先河，做成了云南省第一单保理业务。

2005年11月10日，云铜股份总额为8亿元的短期融资券用市场化招标的方式，以2.92%的资金利率成功发行，第2天，各认购方缴款到账，第4

天，所有募集款项全部转到云铜指定账户，为此节约支出费用2700万元。有了这笔低成本资金的注入，云铜换回的是生产经营的快速发展，换来的是销售收入和利润的大幅度增长。云铜又成为了云南省第一家发行短期融资券的企业，同时也是全国第一家发行额度在10亿元以下的企业。

在“十一五”开局之年，也是云铜股份的持续发展年，勇于挑战的邹韶禄提出了“把黄金机遇变为黄金万两，关键是靠资本经营取胜”的新资本观。这一新时期的资本观，让云铜在资本市场上抢占到了先机，也由此诞生了云铜股份最大的一次融资计划——非公开定向募股。邹韶禄认为，企业只有具有相对超强的实力才能在国内国际市场获得话语权，企业只有有了话语权，才能让别人尊重你的利益诉求，获得优先发展权。有了优先发展权，才能掌握市场主动权。云铜这几年就是这样一步一步走过来，现在和将来还得这样走下去。

2006年1月13日，云铜股票第一次停牌，正式启动了股权分置改革。2006年2月27日，股东大会召开，结果，10送3股的对价方案以高达93.21%的流通股股东赞成率高票通过。2006年3月6日，云铜股票复牌交易。股改完成后，国有法人股票累计送出8424万股，国有法人股控股比例由64.84%降为54.3%。股权分置改革的顺利实施，为云铜股份今后在资本市场上的再融资创造了良好的条件，困扰公司多年来日益增长的生产经营规模与资本金不足的矛盾得到了解决。

2006年5月9日，云铜股份又在另一项融资上成为了众多个人投资者目光聚集点。当天，云铜股份通过昆明市商业银行成功发行了5亿多元的多方委托贷款，发行时间比原定计划缩短了5天，又一次开创了国内企业发行多方委托贷款的先河。企业资本只有流动才能增值，资产的闲置是对资本的最大浪费。

随着云铜股份生产经营规模的日益快速增长，大量的固定资产带来了公司资金的大量沉淀。为了充分盘活资金，云铜股份正在启动固定资产融资租赁计划，把形成的固定资产卖出去又租回来用，从而将固定资产变成流动资产。一旦融资成功，云铜股份可用价值5亿元的“死资金”换回13亿元的“活资金”。



邹韶禄坚信这样一个观点：资金是企业生存和发展的血液，少了这个，企业就没有了活力。因此，如果单用总资产来衡量一个企业并不是科学的衡量，还需要看它的投入与产出比例，得益于资本的成功运作，云铜股份获得了较高的净资产收益。资本经营取胜，董事长邹韶禄思路清晰，目标明确：大项目带大投资、大投资促大发展，大发展做大贡献，大贡献才能建成富裕殷实的大康云铜。而大项目、大投资、大发展、大康云铜的前提，是看我们在资本经营上有没有大手笔，是看我们能否提高资本经营的水平和能力。

2007年3月1日，在集团公司的统一运作下，云铜集团龙头核心企业——云南铜业股份有限公司向其控股股东云南铜业集团，以及机构战略投资者非公开定向发行A股5万股，实现了49亿元规模的融资目标。云铜股份在定向增发收购集团铜矿资源完成之前，只有大红山二期自2005年开始每年按成本价向公司提供8000吨铜精矿，基本属于纯粹的冶炼型公司。在定向增发收购集团公司铜矿资源之后，云铜股份将增加铜资源储量约294万吨，铜矿全部达产后年自产铜精矿125万吨，按电解铜价格7万元/吨计算，预计实现利润总额20亿元/年，公司的盈利能力将大幅度提高。

在市场供求规律这只“看不见的手”的指引下，资本就总是向着最有利于其实现增值的地方流动。此次定向增发实际上是一个资产的重组，它使云铜股份拥有了自己的矿山，解决了资源问题，奠定了可持续发展的基础。到“十一五”末，公司将拥有16万吨的自给资源，自给率从40%提高到70%左右，能够稳健地发展。而从另一个意义上讲是增强了企业的发展实力，它使公司的信誉度和融资能力增强。通过增发，还大幅度降低了云铜股份的资产负债率，整个财务状况将会有个极大的提升和改观。显然，云铜股份此次的非公开发行股票正是把产业资本和金融资本结合起来，以促使企业资产呈几何级数增长。2007年3月，一次标志着国内银行业票据市场由手工到电子化的“革命性”事件发生了——国内首张金额为2000万元的电子银行承兑汇票由云南铜业集团在民生银行签发并全额贴现。

2007年6月，“云南铜业-中国民生银行业务高层峰会”在昆明举行，一个云铜与民生的“全面合作计划”也随之推出。这意味着，云南铜业和民生银行的合作，以昆明为基地走向了全国，使分布在全国各地的云铜经销商可以通过当地的民生银行电子网络办理销售货款回笼业务，高效率的网络传输打破了时间、地域限制，大大降低了企业的运营成本。云铜在网上实现的“一票通天下”为国内银企合作提供了一个全新的范本。在这次峰会上，邹韶禄向中国民生银行董事长董文标及与会人员告知了云铜在“十一五”期间资本经营的三大举措——非公开定向募股、香港H股上市、整体上市。他认为，资本经营使企业面对的资本市场扩大，在资本市场日趋国际化的条件下，可以综合运用资本市场和各种投资手段，不受空间、时间限制地与世界上任何地方的投资者进行交易，迅速扩大市场容量，壮大企业体量。通过资本经营，云铜成功地从国内及香港、澳洲资本市场融资，支持了公司在赞比亚、老挝、越南等东南亚国家以及内蒙、四川等省区的“走出去”投资发展战略。市场也从省内扩展到省外、国外，使企业的市场排名从10年前全国有色工业企业的170位到现在的第6位，铜工业3强，中国企业500强第209位。（本案例来源于：《影响力》，2007 06）

案例评析

云铜集团的成功，与其董事长邹韶禄对经济走势的把握和对资本市场的远见卓识是分不开的。作为2006CCTV中国经济年度人物候选人，邹韶禄被推荐的理由是：他在争取中国铜工业的世界话语权上发挥了作用。2006年，云铜集团进出口贸易额突破12亿美元，列中国西部省区第一位。他发起联合国内6家铜企业及日本、韩国、印度的铜企业，联合组建亚洲铜俱乐部，在建立统一的铜原料对外采购定价谈判机制，争取了话语权。为行业的发展创造了良好条件，受到国务院及商务部的高度重视。在这段推荐理由中，关键的核心词汇就是“话语权”。为什么在世界上有话语权？其隐藏的寓意就是有实力。实力靠什么说话？在企业来说，实力要

靠钱说话。创造并见证了云铜10年变化和发展的云南铜业集团董事长邹韶禄操着一口地道的红河腔，云铜的各种经营管理之道、企业精神、发展真经等，总是经由邹韶禄的手笔，总结成提纲挈领的核心理念。他还主编了云南省第一本企业文化建设专著，出版了云南企业家第一本专著——《云铜经略》。邹韶禄在上榜“云南影响力榜”接受媒体采访之时讲了他的“掌门”之道：我主要管好三件事——管战略，主要管好发展思路；管人，主要管好班子、队伍，协调好客户和外部关系；管钱，主要是通过资本运作，让钱生钱。这三件事，何尝不是中小企业领导者应该亲力亲为的呢？



第2章 | 中小企业资本经营的特别之处

——资本经营的理念

实战技巧

资本经营是中小企业更好地发展的动力推进器和加速器。但是令人遗憾的是中国许多中小企业业主由于意识问题或战略视野的短浅，没有认识到资本经营的重要性，结果导致了一些意想不到的后果：要么企业规模偏小，产权不清；要么发展资金短缺，融资渠道不畅；要么急剧扩张时操作不当，致使企业难以继续发展甚至停滞……对此，山东信发集团总经理、全国五一劳动奖章获得者宫振法在接受媒体采访时谈到：“企业经营是个比较复杂的过程，除了市场上的一些不确定因素外，主观上的经营思路、所采取的方式和策略、日常的管理，都与企业的成功与失败息息相关。中国的民营企业发展时间很短，规模普遍较小，而且绝大多数还未公开上市，在资产经营方面难免会有这样那样的问题，恐怕在短期内难以改变。在这方面，我们有过教训，也走过不少弯路。1994年，我们在自身原有动力配件厂飞轮分厂、铸造厂、电子机械新产品研究所的基础上，又吸收了当地的环保设备厂、通用机械厂、物资大厦及一家食品公司和锅炉制造公司，组建成立了信发集团公司，发展成为拥有14个下属单位，集科、工、贸等于一体的综合性企业集团。这本是一件好事，但由于各企业间缺少资本纽带的连接，部分企业又与主体

产业关联不大，使得集团运作在某些方面流于了形式。后来我们改变了这种作法，采用购买、租赁、参股等多种形式进行联合，使企业与集团之间有了‘血缘关系’，才使集团公司成为了一个有机的整体。”

对于中小企业领导者来说，很多人都不习惯资本经营，一方面由于他们接受的教育有关，另外一方面与中国的改革环境有关，大多数中小企业业主认为，资本经营就是在投机取巧，因此，他们极度缺乏资本经营的意识，尽管中小企业发展至今，已经取得了很大的成就，也形成了一定的规模，但目前许多民营企业都感到要在原有的基础上再向前发展十分困难，即遇到了成长极限的问题。对此，宫振法分析说：“许多企业家和经济学家对这种现象进行过深入探讨。从一些民营企业的实际情况来看，并不缺乏资本经营的意识，羁绊企业发展的主要因素是人才缺乏，尤其是专业技术人才和中高级管理人才，这是民营企业最致命的弱点。这是因为，在企业的原始积累阶段，我国的民营企业主要重视物质资本包括资金、技术等积累，关心的重点也在于物质效益，而对于人力资源这一软资本却投入很少，导致发展到一定阶段后，人力资源成为制约企业进一步发展的瓶颈。‘招人难、留人难’一直是困扰民营企业的一大难题，尤其是管理层的人才流动性更大。近年来，随着政策、体制甚至企业的各类资源环境都在发生质的变化，民营企业也面临着人才、技术及管理等方面的诸多新问题，比如我们企业目前就面临着产品技术含量较低、急需上档次的问题。在这种情况下，我们都不得不为此重新定位，制订新的经营策略和运作方式，资本经营也因此日益引起企业的重视并逐渐成为经营核心。我认为，对我国民营企业来说，如何引入智力资本，完成产权制度改革，建立现代公司制，并通过运用资本等工具实现更高层次的规模经济，还是个需要深入研究和进一步实践的课题。”

确实，我国正处于经济体制转变过程中，受长期计划经济影响，企业中普遍存在着“重实物轻价值”的经营理念。虽然近30年来随着市场经济的成长，“产品生产经销”的提法已被“商品生产（经营）”所取代，企业的市场观念也已明显提高，但在相当多的企业中，传统的经营理念仍未根本改变。在这种条件下，强调资本经营，促进企业经营理念

的转变，具有重要的现实意义。主要表现在：

第一，资本经营要求企业将经营理念从“实物”转向“价值”，把技术、设备、产品等实物放置在为资本价值增值服务的地位上。20世纪80年代以来，一些曾经在国内外相当有影响的企业所以陷入了经营困境，甚至被淘汰，一个重要原因是，它们仅仅将眼界局限于“实物”——运用既有的技术、设备，生产当时畅销的名牌产品，忽视了价值的提升。与此相比，资本经营要求企业重视技术更新、产品换代、需求变化等市场社会动向，及时调整技术结构、产品结构和市场结构，淘汰已有的（包括眼下尚有市场需求但将步入衰退期）技术、设备和产品，从而，能够运用最有效的手段（技术、设备、产品、市场等）来保障资本价值的保值增值。

第二，资本经营要求企业将资产理念从“规模”转向“效率”，把资产数量、结构等放置在为资本价值增值服务的地位上。长期以来，相当多的企业重资产规模扩大轻资产效率提高，结果是，随着资产规模膨胀、投资项目增多、经营范围扩大，资产负债率急速上升，每年支付的利息量几倍于利润量，导致经济效益快速下落，甚至落入亏损境地。资本经营，要求企业以提高资本效益为筹募资金和使用资金的基本准则，以实现资本价值运动的本质。例如，利息是对利润的扣除，只有在利率低于资金利润率的前提下，借入资金才有利于企业利润率的提高，由此，在利息率高于资金利润率的前提下，应尽量减少负债、努力增加资本性资金。我国工业企业的资产负债率高达70%以上，1997年调息以后，1年期贷款利率为8.64%，而企业的平均资金利润率仅为0.78%，在这种条件下，继续通过银行借贷来扩大资产规模，既违背资本经营的原则，对企业来说，也只能是“雪上加霜”。

第三，资本经营要求企业将权益理念从“职工”转向“股东”，把维护职工权益、为职工谋取福利等放置在为资本价值增值服务的地位上。资本价值在投入企业以后，转化为各种生产要素，其中，劳动力作为可变资本的实体存在形式，只是一部分资本价值的转化形式，其数量、结构和调整，既需符合技术规定，也应符合资本的价值增值要求，因此，

没有理由只维护可变资本（劳动力）的权益，不维护不变资本（生产资料）的权益，更不用说，不变资本的数量通常远大于可变资本；资本是企业营运的担保性财产，经营风险（如亏损）最终由资本承担，表现为资本价值的减少，为此，维护资本权益（即股东权益）也应放在首位。但长期以来，我们许多企业不重视这种关系，将职工的权益放置在企业营运活动的首位，想方设法为职工谋取各种收益和福利，以致使企业成为保障职工“生、老、病、死”、“吃、穿、住、行”（甚至子女上学、就业）的福利机构。近年来，这种状况虽有所改善，但仅重视“圈钱”、为职工谋取利益，不重视维护股东权益的现象仍相当严重。这种违背资本的内在规定和运行规则的行为，一方面使众多拥有资金的个人和机构因担心权益难以保障而不愿将资金投入企业，另一方面，又使企业资本短缺的状况难以得到有效缓解。目前，社会居民手中拥有的资金达60000亿元以上，政府部门和其他机构手中拥有的资金也有几千亿元之多。这些资金所以难以投入企业，形成资本金，除投资工具、投资渠道等方面的原因外，在企业经营中，资本权益缺乏有效的保障，是一个深层次原因。毋庸置疑，中小企业要进行资本扩张，只依靠自身的资本积累是无法实现的，所以，改善中小企业的融资环境至关重要，应尽快建立由政府支持的服务于中小企业的信贷体系；建立有利于中小企业直接进入资本市场的体系；提高自身的竞争力和信誉，增加社会金融机构的认同和信任。中小企业进行资本经营是使企业迅速发展的必由之路，制定和实施切实可行的资本经营战略要注意解决好以下几个问题。

（1）转变观念，树立资本经营意识。中小企业由于内、外部的原因，自己在市场竞争中常处于相对弱小的地位，有关管理部门以及企业自己对资本经营缺乏信心。

（2）正确选择企业的组织方式。特定行业在行业生命周期的特定阶段，对资本重组类型的选择至关重要。产权结构的主导面是出资者所有权，出资者要实现收益的最大化，就必须选择相应的企业制度，实质上是确定合理的治理结构。

（3）坚持以生产经营为依托。资本经营既不在于资本的直接营运，

也不在于以购并为主要内容的资产重组，其关键是在于按资本经营原则进行生产经营，促使存量、增量资产不断向回报率高的优势产业和优势产品上流动，使资源得到合理配置，资本得到增值。生产经营是资本经营的起点和归宿，也是资本经营存在和效能发挥的基础，如果企业经营管理不善，不仅会使存量资产不能盘活，资本经营不能进入良性循环。我国的大部分中小企业的经营结构是商品经营结构，尚未向资本经营结构靠拢，企业管理的方式、方法还相对落后，企业的经营观念还没有统一，企业对市场的应变能力还比较被动，还没有形成主动的、扩张型的资本经营结构。

(4) 重视人力资源的管理。人力资本是资本经营的根本动力，为此，企业必须切实做到：提供优厚的待遇吸引人才，创造愉悦的环境留住人才。特别是对于技术含量高、风险大的岗位实行高工资，在奖金分配和年薪标准上向开发经营和高新技术岗位倾斜，对于产品开发和技术改造项目负责人给予单项奖励。另外要注重员工培训，要根据岗位工作需要进行诸如外语强化培训、职务晋升培训、专业技术培训和质量管理培训等，提高员工综合素质。

(5) 资本经营必须与商品经营相结合。只有商品经营与资本经营相结合，既研究商品经营战略，又注重资本经营战略的研究和运用，才能够给公司带来巨大的效益。资本经营不能仅看作是一种经营方式的变革，而是一种产业革命，它要求在现有产业的基础上，提高其资金的使用效率，带动本产业和其他产业的迅速发展。

(6) 正确选择购并的对象。选择正确购并对象，是资本经营成功的前提条件，购并对象的选择应该以与企业产生经营相类似的企业以及企业生产经营的远景规划为依据。从目前的国内外的并购现状来看，成功率是低的。

(7) 转变政府职能，减少政府对资本经营的行政干预。在现有的体制条件下，政府对企业资本经营的介入是必要的，它可以在促进企业广泛吸纳社会资本，加速聚集优势资本，着力启动存量资本，加快激活呆滞资本，大力引进增量资本的前提下，采取不同对策，培育扶持优势资

本，淘汰转换劣势企业和产业，促进国有资本的流动。但从长远来看，资本经营必须以企业为主体，政府的责任只是为了企业实施资本经营创造外部优良的制度条件和体制基础，制定经济规则和保持经济秩序的稳定。

20世纪90年代初，国人还只知道春兰空调，如今，它已发展成一个由家电、自动车、海外、电子、商务等这五大产业集团构成的多元化、国际化、高科技化的实力雄厚的大型企业集团。2002年，前四个集团的销售额就已达200多亿元。春兰为何能以几何级数发展？最重要的秘诀之一，就是当国内大多数企业尚未懂得“资本运作”概念时，春兰早早就开始了利用资本经营来扩张自己的规模，他们把资本运作与产业发展结合起来，建立了一个以资本为纽带的企业集团。如今，集团的发展目标是希望企业像GE一样成为投资型企业。

第一招：上市吸纳社会资金。

很多人对资金市场的理解，很大程度上在于上市融资。但对于春兰来说，上市融资并不是进入资本市场的主要方式。

目前，春兰集团旗下已经有二三十家企业，产品链包括家电、摩托车、卡车、电动自行车等，总资产超过150亿元。但是在证券市场上，“春兰系”只有一个上市公司——春兰股份。相比之下，春兰对于资本市场显示了极度的克制。

春兰不笨。春兰集团董事局主席、总经理陶建幸其实是一个深谙资本之道的企业家，甚至比国内大多数企业家都清楚资本市场的魅力。但是，因为集团资金面相当宽松，现有资金完全可以支撑投资。因此，春兰不会以单纯融资为目的而剥离一个子公司上市。他甚至对于外界关于春兰集团整体上市的传言也予以否认，他说，春兰不缺钱，集团公司的负债只有38%，上市公司春兰控股的形象意义多过融资意义。

历年的数据显示，从春兰股份中，春兰集团还是获得了丰厚的回报。

1994年，春兰集团旗下的春兰股份上市，当时发行A股3000万股，筹资2.4亿元。此后又进行过两次再融资。除了在资本市场上直接融资，由于春兰股份的业绩还不错，第一大股东春兰集团也获得了不菲的回报。自上市以来，春兰股份一直保持每年现金分红，粗略计算一下，春兰集团累积实现的分红金额达到3.6亿元，而当初投入的净资产是8800万元。

在春兰股份扩张的时候，春兰集团的控股也不断稀释。通过向第二大股东泰州市市属国有经营有限公司转让部分股份，春兰集团又成功地回笼2亿多元现金，同时依然保持着第一大股东的地位。

第二招：收购弱势企业。

让春兰人自己称道的资本运作之道，是春兰一系列的收购兼并活动。从20世纪90年代开始，春兰曾一口气兼并了当地十来个厂家。在泰州，房顶上镶着两道蓝边的，据说都是春兰集团的“地盘”。一眼望去，很多房子都是蓝蓝白白的模样。

不过，春兰走的不仅是强强联合的道路，而且有不少强弱整合的模式，把经营状况不好的企业或者管理不善的企业收归旗下，然后注入春兰品牌、管理、人力，让企业起死回生，重新开上快车道。“我这17年大概收购了15个企业，没有一个是失败的”，陶建幸说。

春兰董事局孙庆在解释春兰战略时说，相对于收购价格，春兰更注重的是产品和产业，关注的是收购后的企业能否为春兰未来发展带来新的市场机遇。“我们看重的不仅是有形资产，更看重无形资产和人力资本”，他说道。

如果说，一口气兼并了当地十来个厂家，多少有点年少气盛的感觉，那么2002年收购南京东风汽车制造厂以及此后的战略调整，则是显示了成熟春兰的从容气度。

南京东风汽车制造厂是东风汽车与南京市政府的合资企业，主要产品是卡车。虽然在业内也小有名气，但是企业的经营却每况愈下。东风汽车也有意转让手头60%的股份。

春兰得知后，主动找上门去，当时的直觉是汽车产业在中国正当其时，进入这个行业应该有钱赚，而且，春兰已经有了摩托车、电动车，

还想继续在“车”上做文章。

春兰觉得这次收购不仅是获得了有形资产，更重要的是获得了进入这行业的通行证。这张通行证，对卖方来说不足为奇，但对春兰却弥足珍贵。

春兰做了一个大胆的决定：卡车轿车化。也就是说，要吸收轿车的优势来打造新型的卡车。从驾驶的舒适度、安全系数、外观设计等方面，进行一场卡车革命。

2002年，南京春兰汽车股份有限公司的卡车销售量达到1万多辆，成为全国第三大卡车供应商，每辆车的售价均在14万~17万元之间。

孙庆介绍，第一期的投资已经差不多可以收回来了。不过，他透露，春兰有意进一步扩大自己在汽车厂的“话语权”。

第三招：与国内外资本合作。

据了解，在春兰集团总值七八十亿的净资产中，有一半是以现金，或者类现金的形式存在。虽然现在春兰的资金面比较宽裕，随时都可以拿出大把的现金，但是，在春兰的发展史上，资金的富裕是慢慢实现的，而且为了风险控制，春兰也不愿意过多地以自有资金出资。因此，在投资一些大项目的时候，春兰往往会与国内外资本进行合作，利用现有的产业（技术和无形资产）成立合资企业，做一些“短平快”的项目，迅速收回投资，或者切入新的领域。

1991年，春兰筹建空调分厂。由于自身无法支撑8000万元的建设资金，春兰就找到另外三家愿意投资的企业，约定春兰拥有75%的股份，其他三家占25%，并保证3年里回收全部投资。该厂1993年4月建成，当年即回收全部投资，归还了其他三家的投资。这样，春兰就轻松建成了年产60万台空调的工厂。

春兰的受控代理实际上也是巧妙借助外力来获得短期资金的一种方式。20世纪80年代末，由于宏观经济因素的影响，很多企业都面临生产资金缺乏的困境，春兰也是如此。在此背景下，春兰摸索出一套新兴的营销模式——受控代理制。

春兰与代理商签署合同，建立长期稳定的融资关系，春兰可以定期

地从每个代理商处获得预付货款，这样就避免了以单宗贸易为缺乏稳定性的资金回收。据了解，春兰每年通过受控代理制^① 50亿元。有分析人士评论说，因为相比银行贷款，这^② 本都很低，这才造就了春兰只有38%的负债率。

1995年，春兰拟投资近10亿元建立春项目。当时陶建幸说：“如果能够^③ 上，研究院已经是当地一栋标^④

2002年9月，春兰宣^⑤。据说，除了美国和日本的一些公司，国内现在共有这一产品生产能力的就是春兰了。更让春兰人骄傲的是，这是春兰自行研发的核心技术，预示着春兰向新能源产品的挺进有了坚实的基础。投资超过2个亿，研发时间超过6年，春兰为了这个项目已经耐住了寂寞。因此，在产品的市场上，春兰也显示了自己的耐心。

对于企业来讲，这一招很高明。企业的持续发展，需要不断开发新的增长点。当其他项目还有利可图的时候，它放缓了在新产品上挖掘利润的速度，因为新产品利润的释放期如果正好是其他项目的低点，对企业的推动力也会更足。实际上，春兰的研究院，就是陶建幸用来安排现金流^⑥的载体。这只是研究院里一个成功的案例，更多的或许多还在失败和摸索之中。孙庆说，春兰5年后、10年后的利润都蕴藏在这里。

陶建幸对春兰确立的目标是：学GE，把春兰建成世界著名的多元化公司。当然，春兰学GE，不仅仅学GE的规模，更重要的是要像GE一样成为一个有生命力的国际化的百年老店。孙庆说：“我们希望春兰是一个持续性发展的企业，以资本为纽带把春兰集团各个分支机构联系在一起，而春兰集团总部只是作为投资方，超越具体的生产和销售领域。”

杰克·韦尔奇告诉陶建幸，他每天安排的最重要的事情，就是接触华尔街的投资家。据介绍，早在20世纪90年代，春兰就在香港收购了正大投资等几家公司，在香港市场以及海外市场进行金融投资和贸易业务。而位于上海的投资总部，则是春兰在国内的资本运作中心。

陶建幸曾经为其世界著名的多元化公司的目标下了一个定义：50%的

以上的营业额在海外产生；若干业务中，必须有1到2个业务在世界同行业中名列前茅；总营业额必须能够参加世界排序；有数个或者数十个业务成为支柱产业；保持良好的运行状态。

从这一点上讲，春兰注定要多元化发展。从目前的电器、车、能源三大支柱产业开始，春兰的地盘肯定会扩大。不过，在概括春兰的资本运作之道时，孙庆说，希望通过资本运作，进入新的产业领域，激活春兰原有产业的调整。在运作过程中，春兰希望能够占领控股地位，以便把握产业方向和企业管理的主动权。目前，春兰集团40%的销售是通过出口实现的。像GE一样，春兰通过投资公司这个窗口，实现这部分投资的保值增值，并把资本转化成能够支持产业发展的新动力。春兰的“大掌柜”陶建幸说，产业是企业的立身之本，“我们最终要回到企业的基本价值上来。别的都是虚的，赚钱是硬道理，关键是如何保证持续的盈利能力”。无论如何，每个企业都有其个性，春兰GE之路，必定带着很深的烙印和很深的陶建幸烙印。（本案例来源于：《上海证券报》，2003-07-04。）

案例评析

从上述案例，我们可以看出，春兰的发展奇迹，与资本运作密不可分。正是成功的资本经营，使他们实现了企业的迅速扩张。随着我国市场经济的建立，企业已经完成了由单纯生产型向生产经营型的转变，但仅有这种转变还不够，还要实现由物化资本经营到价值资本营运观念的转变。企业不能只重物质资本，轻价值资本；重商品市场，轻资本市场。只有把有形的和无形的两种资本都调动起来，发挥其效力，才能实现快速发展。通过春兰的案例我们还可以看到，春兰集团的资本运作之所以能创造奇迹，还在于：第一，他们认识明确。真正把产品经营提高到资本经营的高度来运作，为资本扩张夯实了“地基”。第二，重视无形资产的优化组合，在兼并和重组不同行业、不同地区、不同所有制企业时，又注入了春兰的管理模式和品牌等无形资产，使那些原来严重亏损甚至

已实际破产了的企业，短期内全部扭亏为盈，资产获得十几倍的增长。第三，资本运作过程中实行“多路并进”，不但直接参与国际融资投资、国际贸易和进口业务，还在海外建厂，设立信息收集和科研机构。这使春兰集团在国内外的投资能力得到了大幅度的提升，加快了扩大集团资本的规模和速度。事实上，资本经营形成的原因既有企业内部的动因，也有企业外部环境的支持。企业首先是投资者即股东的企业，是股东资本的载体，股东的利益是企业至高无上的利益，股东的追求是企业一切行为的基本动因。因此，股东对企业资本的要求是我们要做的研究。随着企业规模扩大，股东增多，业务日益复杂，企业所有权与经营管理权发生了分离，在实现企业体制改革的同时，企业经营者对于企业的影响力和控制力，使我们在研究现代企业资本经营时，必须十分注意企业经理人员的动机。而无论企业怎样的权力分配格局，企业其本身是独立的社会经济组织，它有其自身的特点和规律，也就是说，企业仍然要按照企业的特性和要求来进行资本经营。

第3章 | 资本经营和中小企业经营怎么结合

——资本经营与商品经营

实战技巧

在中小企业实现规模扩张的过程中，中小企业通过资本经营不仅获得更多的资金支持，而且中小企业的发展更加规范。对此，宫振法认为，“中小企业要想更好地运用资本经营，产业经营必须与资本经营相结合，才会有发展的潜力和前景。一般来说，中小企业都是从产业经营起步的，这是立足市场的前提和必要。但发展到一定阶段后，这种单一的产业经营将会束缚企业自身的进一步发展，要寻求更广阔的发展空间，资本经营就成为必经之路。通过这种方式，可以使中小企业资源融入更大范围的资源之中，进行优化重组，实行跨行业、跨地区、跨所有制的资本经营，充分发挥资源的最佳运营效益，实现企业规模效益的提高。从这点说，中小企业从产业经营到资本经营的结合，是‘一次创业’到‘二次创业’的深化和飞跃。有条件的中小企业，应该积极创造条件上市，直接面对资本市场融资。著名经济学家厉以宁说过：‘全世界的家族企业都是通过上市和走股份制来改变自己，走上了现代公司制的道路，中国也不会例外。’然而，从产业经营到资本经营，中国民营企业还要历经资金积累和观念转变的过程。就以我来说，我是个农民企业家，自然有农民的意识，但作为一个企业的带头人，如果农民固有的心理和观念不能

随着时代的发展而变化，企业就难以在激烈的市场竞争中取得成功。”

众所周知，资本经营为中小企业做强做大提供了足够的支持，但是中小企业业主必须把资本经营与产业经营相结合，这样才能更好地把持住资本经营的方向，一旦忽略产业经营，那么资本经营也会受到不同程度的影响，也有可能给中小企业带来巨大的麻烦。事实上，资本经营是与生产经营或产品经营相对应的概念，资本经营意味着企业经营理念和经营方式的一系列转变。

第一，企业经营面向的市场发生重大转变。在工业经济时代，企业竞争通常只在商品（产品或服务）市场上展开，相应地生产经营通常只重视面向商品市场。在金融经济时代，企业竞争的范围和深度都急剧加大，资本经营要求企业同时面向四个市场，同时在四个市场上展开竞争，即：商品（产品或服务）市场、公司控制权市场、货币资本市场、经理及人力资源市场。

第二，企业绩效的评价标准发生重大变化。在生产经营的思维里，利润是企业经营的终极追求，因而评价企业绩效的核心标准是企业利润，在操作上则表现为对一系列会计指标的分析 and 评价。而在资本经营的思维里，利润不再是企业经营的终极目标，而是一个过渡性指标，企业经营的终极目标是企业资本提供者的资本升值，操作上则体现为企业资本提供者所持有的企业证券或其他金融性资产在金融市场上的价格波动。这样，评价企业效率的核心标准就发生了迁移：原来是企业利润的多寡，现在是以企业经营为基础的金融资产或金融工具的价值大小。为此，管理者除了关心企业的产供销，更需要关注企业及其各种金融资产的市场价值。

第三，企业的经营内容和运行体系发生重大变化。在生产经营时代，企业经营的主要内容就是产品的研产销，企业的整个运行体系是围绕研、产、销来构建和运转的。在资本经营的思维空间里，企业不仅要随时捕捉产品市场的机会，也要随时捕捉公司市场中的并购重组机会和资本市场、经理市场的机会。四个市场都在发生巨变：产品市场日益走向个性化和多样化，而且变化速度急剧加快。并购重组日益成为创造价值的一

种重要形式或者说日益成为企业价值的一种重要来源。资本市场上，机构投资者日益介入公司事务和公司治理，而且变得越来越没有耐心。公司经营的成败越来越依赖于在经理市场上的竞争优势，好的公司前景和薪酬制度决定着公司是否能够吸引好的经理人才。所有这一切，都使得企业经营的内容远远地超出产品研产销的范畴。相应地，企业的整个运行体系也面临着重大变革。

第四，企业的管理重心出现重大转型。在工业经济时代，拥有先进固定资产、能够产出大量质优价廉产品的企业就是优秀企业。生产能力、技术水平成为影响企业效率和存亡的决定性因素。然而在金融经济时代，生产能力和技术装备对企业兴衰的重要性不复往昔，拥有先进装备、能够生产质优价廉产品并不能保证企业在市场竞争中屹立不倒，只有能够持续地吸纳、动员资本并驱动资本增值的企业才能在市场竞争中得以存续和发展。这样，企业的管理重心发生了转移：从只重视企业的研产销活动转移到既重视研产销更重视企业的资本生成和资本增值。

事实上，资本经营是对生产经营的超越和扬弃，但它并不是对生产经营的否定与排斥。资本经营也不是在生产经营之外另起炉灶的、与生产经营毫不相关的一种独立的企业经营形态。不进化到资本经营的生产经营，是注定要被淘汰的；脱离开生产经营的资本经营，是危险的。作为以资本增值最大化为企业目的的经营，资本经营意味着企业经营哲学对资本的本质规定性的皈依，意味着企业经营对市场经济规律的尊重与遵守。我国企业的目标函数长期以来一直被错误定位，追求产值最大化、企业资产规模最大化、利税最大化、市场份额最大化、行政级别和社会影响最大化、就业最大化、会计利润最大化等等错误的目标函数，直至今天还在或隐或显地误导着大量企业的管理决策和经营行为。资本增值最大化目标函数的确立，是我国企业经营哲学上的一次重大进步。因此，资本经营意味着对各种错误的企业目标函数的否定。与产品经营相对应，资本经营蕴涵几个重大意味：第一，如何提升企业价值是资本经营的核心命题。在现代法人制度下，资本提供者（下称投资者）提供的资本一旦进入企业就形成为法人财产，投资者对法人财产不再享有所有权和处

置权。在所有权和经营权两权分离的现代企业里，投资者并不介入企业的经营过程。于是，资本与企业之间的关系就表现为：投资者让渡资本，换取相应的证券。证券的价值取决于企业的价值。在现代资本市场机制下，资本增值是通过企业价值来体现的。所以，企业价值是上市公司资本经营的核心概念。诺贝尔经济学奖获得者、美国著名的财务学家 Modigliani 在比较企业利润与企业价值的不同意义时指出，企业经营管理的核心应该是企业价值。他在1994年5月接受中国学者访问的时候指出：“我想说的是，企业的经营目的不是利润的最大化，因为利润是一种不确定的预计的可能性。你为了利润回报要多承担风险。所以，如果你只是为了追求利润最大化，那意味着你将承担所有的风险，这将导致资本结构中大量的债务……所以，利润不是一种有价值的观念。你应该做的是使公司的价值最大化，那是MM理论最主要的贡献，即指出了经营管理的核心：不应是基于这毫无意义的利润最大化的观念，而是更有意义的观念，即努力使股东所拥有的公司的价值最大。”第二，资本供给并不是企业经营赖以展开的一个既定条件。在现实中，资本供给不单构成对企业生产经营的重大约束，而且还是决定企业竞争力强弱和竞争成败的致命因素之一。所以，融资和资本扩张在企业经营中的重要性日益突出。金融深化和资本市场的发展，为企业家持续地和大规模地雇佣资本以实现企业持续发展提供了条件。第三，资本经营意味着资本市场的价格机制被引入了企业价值的生成过程。这样，企业价值就不再仅仅是生产经营上的投入产出问题。由此引发经营思维空间的全面放大。经营者除了关注企业生产经营上的研产销，更需要关注公司证券在资本市场上的价格。金融危机对产业和企业经营的毁灭性打击，是金融参与企业价值生成过程的强烈证明。

经典案例

成都人民商场（集团）股份有限公司，是西南地区首家公开发行上市的商业股份制企业。多年来，公司按照“强基固本，开拓外延”的发

展思路，积极开拓市场，大力发展主营业务，积极探索多元化经营。经过十多年的改革与发展，企业整体实力发生了巨大变化，成功地实现了从企业向公司、从行政主体向经济主体的转变，坚持将改革与调整、改革与发展、改革与管理紧密结合在一起，不失时机地抓住市场机遇，以资本经营为突破口，强化零售主业基础，开拓多元化经营，以改革的新观点，实施企业发展战略的调整，加快发展步伐，对搞活搞好国有大型商业企业集团做出了积极而有益的探索。公司虽然取得了长足发展，但面临的市场形势也日益严峻：近几年来，零售业平均利润持续下降，“八五”期间全国零售业平均利润率约为15%左右，各方面的资本纷纷投入零售业，大型商业建设项目纷纷上马，导致业内竞争日趋激烈。这场以削价为手段的残酷竞争，使得1997年国有商业企业的平均利润率下降到15%左右，而1995年美国前50家零售企业的平均利润率是18%，这说明我国零售企业在“短缺经济”或“卖方市场”背景下的超额利润时代已告结束。价格竞争客观上把商业利润降到了最低，许多企业已经倒闭或处于倒闭的边缘，这是商业微利时代的特有景观，也是我国零售业市场竞争加剧，从而走向成熟的必然过程。应该通过什么样的路子，才能在激烈的竞争中求生存、谋发展，是摆在我们公司面前的一个紧迫的课题。总结国内外大型企业集团的成功经验，分析企业现在面临的挑战和机遇，我们认为企业要实现超常规的跨越式发展，必须把商品经营和资本经营结合起来，从粗放型经营向集约型经营转变，在完善管理中获利，在扩张规模中获利，尽量减少风险，降低成本，探索一条投资少、风险低、回报快的发展道路。我们提出了以经济效益为中心，坚持商品经营和资本经营相结合，调整经营结构，优化资源配置，向规模经营转变，争取资源利用效率最大化的战略调整思路。近年来，主要进行了以下几个方面的尝试。

(1) 以“活”的企业形式配股，并入优质资产，增强企业实力。股份制改造为公司发展和建立现代企业制度找到了一条出路，但由于受宏观资金紧张等因素的制约，影响了这一作用的发挥。我们作为国家控股的上市公司，如何在保证国家控股即保证国家利益的前提下，利用上

市公司的融资优势谋求发展呢？1997年，公司以8550万股为基数向全体股东按10：3的比例配股，每股5.5元，其中国家股获配1677万股，需资金9224万元，我们受一些上市公司用土地、机器设备等实物配股的启示，为解决国家资金紧缺的问题，提出了以一家与本公司业务相关、发展前景好、属于“强强联合”范畴的企业的净资产折价配股的思路。这一相对于“死”的机器、土地折价配股而变为“活”的即以运转中企业配股的思路很快得到政府有关部门的支持，将成都市贸易局系统的先进企业市针织品公司，经评估后的全部生产经营性净资产11194万元中的9224万元，以配股的形式整体并入成商集团，首开上市公司以“活”的企业净资产配股的先例，迈出了企业资本扩张重要的一步。通过这次配股，使占据成都市黄金商业口岸春熙路两端的市针织品公司，及下属春南商场和南桥商场以配股的方式并入了本公司，公司除通过社会公众股东、法人股东配股获得发展项目所需的资金外，还获得了一个占据黄金口岸、拥有众多网点、具有一支批发经营管理经验的人才队伍的大型商业企业，使成都人民商场实现了以资产为纽带的企业间的“强强联合”，迅速壮大了公司规模和整体实力，为今后的发展打下了良好的基础。同时，国家相应增加了在成商集团的股份，继续保持了占绝对控股的地位，为今后盘活国有资产，进行资产重组和优化资源配置积累了经验。

(2) 整体接收破产企业，实现资本扩张。规模经营是企业市场竞争中取胜的法宝。商业“单店经营，分散进货”的传统经营体制，没有配送中心将各经营网点的进货组织起来，极大地制约了企业规模经营的发展。在公司抓住国家“抓大放小”的良好机遇下，经成都市中级人民法院裁定，公司按照“破产后整体接收”的方式，在位于成都市重要交通和商业口岸九眼桥附近的成都市华胜皮鞋厂依法破产后，接收了该厂的全部资产，包括在职职工559人。公司支付了该厂欠职工的医疗费、税费、离退休医疗保险、养老保险（离退休335人交社保局，与本公司脱钩），按不低于4.11%的债务清偿率清偿债务，安置在职职工300多人。公司仅付出1600多万元的成本，获得了12亩多土地，以及价值2129万元的资产（含土地）。公司发挥其地处成都市传统的食品商业批发市场的地理

优势，投资近2000多万元，将原华胜皮鞋厂旧厂房改建为经营面积6700多平方米的商品配送批发中心，实行骨干商品统一进货，使公司达到现代商业企业“统一进货，统一配送”的基本要求，用批量进货赢得进价的大幅度优惠，降低流通成本和销售价格，并分享工业企业规模生产带来的利润，增强竞争实力。通过接收成都市华胜皮鞋厂，一是妥善解决了特困企业职工就业和离退休职工的安置问题，为保持社会稳定做出了贡献，达到了国家、企业、职工都满意的效果；二是由于采取了先破产、后接收的方式，使兼并企业避免背上沉重的债务负担，降低了兼并风险，保证了本公司注入的资金能够用于发展项目上，有利于取得良好的口岸来组建现代化的商品配送批发中心，使企业实现规模经营，降低成本，提高经济效益。

(3) 输出无形资产，创建“武侯模式”，扩大企业经营规模。企业扩张发展运作模式主要有两种：一种是通过自身内部的不断积累来完成规模扩张；另一种则是通过资产、资本经营来实现高速扩张。但这要求企业能掌握运用小注册大建设、少投资多产出、少自办多联合、少从头起步多母体嫁接等方式方法，迅速扩大企业规模。总结许多企业因扩张固定资产投资过大，布点过多，造成资金利息负担过重，回收周期过长，效益不佳甚至严重亏损的实例，成都人民商场认为不能走盲目投资扩张的道路。成商集团是西南地区规模最大的商业企业，在西南及全国的消费者中享有较高的知名度，具有良好的商誉，“人民商场”这块金字招牌是公司最为宝贵的无形资产。公司抓住四川房地产市场低迷，各行各业修建商住综合楼又无力经商的机遇，经与四川省聚溢房地产公司协商，由公司租赁该公司位于一环路、毗邻中外名胜武侯祠的物业16000平方米，组建武侯仓储式超市。所谓“武侯模式”，实质是一种无定额租金合作方式，不付场地租金，不进行大的投入，凭借无形资产建立分场的合作经营形式。我公司仅以商誉、管理、商品、人员和货柜货架投入，双方收回装修费后，再另行商定租金的提取比例。该分场是目前成都市最大的仓储式超级市场，实行全电脑管理、全部商品条码售货、全方位电子监控、持卡消费。由于公司避免了直接投入大量资金建商场以及采用

先进的经营管理方式，并且暂时没有租金等有利因素，保证了所售商品大大低于市场平均价格水平，自1996年11月底开业以来，吸引了大量顾客，日均销售额在50万元以上，成为公司新的经济增长点，促进了成都市现代流通业的建设和发展。总结武侯分场的开办经验，公司又与四川黄河商业城有限责任公司联合出资，在背靠成都市青羊和抚琴两个最大的新兴高档消费居民小区，建立了22万平方米的成都人民商场（集团）股份有限公司黄河商业城；与成都国际会展中心合作，以商誉、管理投入建成成都市最大的新式购物中心；与四川省石油集团自贡有限公司合作，组建成商集团自贡南厦五星商场，把主营业务推向川南，跨出了公司全省网点战略布局的第一步；利用公司的信誉和管理优势，与四川省物资经销总公司合作，组建成商集团物资经销有限公司，根据市场发展趋势，把公司的业务向汽车贸易延伸。

（3）通过参股，涉入媒体、金融领域，搞多元化经营。随着市场竞争的加剧，经营风险的增大，行业间平均利润日益明显，单一的经营结构容易出现“一棵树上吊死”的现象，集团公司也在加强主业，固定和扩展原有市场的同时，采取了多角经营战略，按综合经营思路，积极向新领域新市场推进，形成多业并举的经营格局。首先参股每日电视股份有限公司（成都经济电视台），该公司总资产四年来从600万元增长近一个亿，每年稳定提供股东20%的回报。公司投入媒体在几年内不仅增值十几倍，同时扩大了宣传，增加了企业的知名度。继之又以参股方式购买成都市合作银行股份1000万股（占33.3%），以及中国工商银行成都市信托投资公司股份500万股（占5.15%）。集团公司的经营结构多元化，增强了整个集团经营的弹性，保证了整个集团在市场上的主动性，不仅为企业创造了新的市场机会，分散经营风险，还开辟新的增强经济效益渠道，提高了企业的市场应变力和整体盈利水平。商业零售业务是成商集团的主营业务和支柱，是公司获得持续稳定利润的行业。公司开发的项目成为铺新与挖潜、总量扩张与效益增长的切合点，基本做到了一举一，稳步推进，这决定了零售是集团公司业务经营的基点。资本经营通过对企业的股权、实物资产和无形资产等进行调整，用较少的企业资本控制

较多的社会资本，用金融资本来膨胀商业资本或产业资本，促进资本的保值增值，谋求了竞争优势。通过商品经营与资本经营相结合的扩张发展，有形资产和无形资产的交替输出，域内域外规模的不断扩张，成都人民商场（集团）股份有限公司1997年实现销售9.75亿元，利润5506万元，分别比1996年增长9.75%和22%，均创历史最好水平。每股净资产在股本扩大80%的情况下仍达每股2.79元，比上年增长9.84%，公司资产、净资产分别达8.47和4.29亿元，比1996年增加4.01亿和2.12亿，资产规模和企业实力在较短的时间内有了成倍增长，并且优化了企业资本结构，从而优化了企业经营结构和管理结构，培养了一支懂现代企业管理的人才队伍，形成了符合现代企业集团要求的母子公司体系。（本案例来源于：《财经科学》，作者：唐瑞富）

案例评析

通过探索商品经营与资本经营相结合促进企业发展的实践，成都人民商场（集团）股份有限公司副总经理唐瑞富撰文指出，以下几点体会值得中小企业参考和借鉴：

第一，商业企业从事资本经营，必须以商品经营为基础，做到两者并重、有机结合。商品经营和资本经营两种经营模式既统一，又有各自的独立性。商品经营是资本经营的前提，只有搞好商品经营，才能使企业资本保值增值；只有掌握了优质资本，企业才能实施投资、参股、并购等资本运作。如果只注重资本经营，而忽视商品经营，就不能使资本在有效的运转中增值，结果很可能使企业优势丧失；如果单纯以数量规模的外延扩大为目标，强调市场占有率，而忽视企业素质和效益的提高，把无发展前景的企业也拼凑过来，势必造成企业的规模庞大、效益低下、投资重复、产能过剩，甚至拖垮优势企业的不良局面。

第二，资本经营的方式和手段是多样化的。根据资本经营不同需要，可进行有形资本经营，也可进行无形资本经营；资本经营的手段可纵向一体化，也可横向一体化；根据企业发展需要，资本经营可选择长期与

短期相结合，直接经营与间接经营相结合，单一性与多角性相结合等不同策略。企业既要经营有形资本，也要经营无形资本，在高效经营有形资本的同时，只要能为企业带来价值利润的任何无形资产，如企业的品牌、商标、形象、知名度、信誉度、行之有效的管理程序等，都可以着力去开拓经营，作为自己的投入，使它发挥作用。有形资本与无形资本相互促进，为企业资源利用最大化和利润创造最大化提供了坚实的基础。

第三，资本具有流动性，资本只有在市场流动中才能增值，一切资本都要面向市场。资本市场是通过资本的各种形态转化实现资本交易的场所，它包括资本交易的主体、对象、规则、场所等等。资本经营具有高风险高收益的双重性，企业进行资本经营，首先要掌握资本市场的变化规律，其次应具备资本经营的专业人才，或委托专业中介机构，而不能盲目切入资本市场。企业的资本经营至少要大于市场上同样资本营运效率，否则，应停止这种资本营运。资本扩张和效益的最大化是企业在资本市场运作中的最终目标。

第四，资本经营的规模。就资本市场而言，它需要大小资本投资者的共同参与。一个规范的资本市场，绝不是让大资本垄断，使小资本处于盲目的投资状态，而是要通过有序的规则，利用现代手段进行信息传输，营造平等的竞争环境。企业资本的投入规模取决于企业的承受能力，并不是越大越好，随意超越企业承受力盲目发展的资本经营，不可能取得最后的成功。扩大规模是手段，提高效益才是真正目的，两者是相辅相成的，资本的投入必须尽快从“联合”走向“融合”，当资本达到一定规模后，才能够产生规模效应。

第4章 | 中小企业怎么快速扩张

——资本扩张方式：总论

实战技巧

什么是资本扩张呢？所谓资本扩张是指在现有的资本结构下，通过内部积累、追加投资、吸纳外部资源即兼并和收购等方式，使企业实现资本规模的扩大。资本扩张是资本自身生存发展的需要，也是资本具有的本质属性。企业资本扩张经营的方式是多种多样的。目前我国企业资本扩张中采用的基本方式有兼并、收购、战略联盟等。事实上，企业资本扩张经营的根本目的是实现股东价值的最大化，并且使现有管理者的收益更大。这既是现代经营管理目标所决定的，也是现代企业代理理论所决定的。根据产权流动的不同轨道可以将资本扩张分为三种类型：

第一，横向型资本扩张

横向型资本扩张是指交易双方属于同一产业或部门，产品相同或相似，为了实现规模经营而进行的产权交易。横向型资本扩张不仅减少了竞争者的数量，增强了企业的市场支配能力，而且改善了行业的结构，解决了市场有限性与行业整体生产能力不断扩大的矛盾。青岛啤酒集团的扩张就是横向型资本扩张的典型例子。近年来，青啤集团公司抓住国内啤酒行业竞争加剧，一批地方啤酒生产企业效益下滑，地方政府积极帮助企业寻找“大树”求生的有利时机，按照集团公司总体战略和规划

布局，以开发潜在和区域市场为目标，实施了以兼并收购为主要方式的低成本扩张。几年来，青啤集团依靠自身的品牌资本优势，先后斥资6.6亿元，收购资产12.3亿元，兼并收购了省内外14家啤酒企业。不仅扩大了市场规模，提高了市场占有率，壮大了青啤的实力，而且带动了一批国企脱困。2003年，青啤产销量达260万吨，跻身世界啤酒十强，利税总额也上升到全国行业首位，初步实现了做“大”做“强”的目标。

第二，纵向型资本扩张

处于生产经营不同阶段的企业或者不同行业部门之间，有直接投入产出关系的企业之间的交易称为纵向资本扩张。纵向资本扩张将关键性的投入产出关系纳入自身控制范围，通过对原料和销售渠道及对用户的控制来提高企业对市场的控制力。格林柯尔集团是全球第三大无氟制冷剂供应商，处于制冷行业上游。收购下游的冰箱企业，既有利于发挥其制冷技术优势，同时也能直接面对更广大的消费群体。从2002年开始，格林柯尔先后收购了包括科龙、美菱等冰箱巨头在内的五家企业及生产线。通过这一系列的并购活动，格林柯尔已拥有900万台的冰箱产能，居世界第二、亚洲第一，具备了打造国际制冷家电航母的基础。格林柯尔集团纵向产业链的构筑，大大提高了其自身的竞争能力和抗风险能力。

第三，混合型资本扩张

两个或两个以上相互之间没有直接投入产出关系和技术经济联系的企业之间进行的产权交易称之为混合资本扩张。混合资本扩张适应了现代企业集团多元化经营战略的要求，跨越技术经济联系密切的部门之间的交易。它的优点在于分散风险，提高企业的经营环境适应能力。拥有105亿资产的美的集团一直是我国白色家电业的巨头，2003年的销售额达175亿元。在20年的发展历程中，美的从来没有偏离过家电这一主线。专业化的路线使美的风扇做到了全国最大，使空调、压缩机、电饭锅等产品做到了全国前三名，巨大的规模造就了明显的规模优势。然而，随着家电行业竞争形势的日益严峻，进军其他行业、培养新的利润增长点成为美的集团的现实选择。与此同时，美的在资本、品牌、市场渠道、管理和人才优势等方面也积累到了具备多元化经营、资本化运作的的能力。

审时度势之后，美的毅然做出了从相对单一的专业化经营转向相关多元化发展的战略决策。2003年8月和10月美的先后收购了云南客车和湖南三湘客车，正式进入汽车业。此后不久，又收购了安徽天润集团，进军化工行业。在未来的几年中，美的将以家电制造为基础平台，以美的既有的资源优势为依托，以内部重组和外部并购为手段，通过对现有产业的调整和新产业的扩张，实现多产业经营发展的格局，使美的最终发展成为多产品、跨行业、拥有不同领域核心竞争能力和资源优势的大型国际性综合制造企业。

实践证明：一次资本扩张产生的效益可能相当于产品扩张10年甚至100年取得的经济效益。因此，无视资本运作的资源，无意中浪费这些资源是最大的资产流失。研究发现，企业资本扩张的价值来源主要体现在：

- (1) 获取战略机会；
- (2) 产生协同效应；
- (3) 提高管理效率；
- (4) 从目标企业的价值低估中获益；
- (5) 降低交易成本；
- (6) 在联盟中实现共赢等方面。

经典案例

2002年3月21日，三位新派徽商联想总裁杨元庆、亚洲物流科技主席鲁连城、汉普国际总裁张后启在香港签定协议，宣布中国最大的IT制造企业联想集团（992）收购中国最大的管理咨询公司汉普国际。联想朝着向IT服务转型的方向又迈进了坚实的一步。

根据收购协议，联想认购汉普国际2550股新股份，占完成后其全部已发行股本51%，代价为55000000港币。另外，联想同意收购完成后，将向汉普国际转移（或促使其有关附属公司转移）若干业务合约（其未履行合约总值约为人民币2605000元）以及向汉普国际转让账面净值约人民币891825元之若干固定资产（主要由计算机及其它设备组成）。

与此同时，联想还以现金2387万港币购入原汉普国际母公司亚洲物流科技（862）的1.59亿新发行股票，占亚洲物流科技扩股后48%的股权。交易完成后，亚洲物流科技还间接持有汉普国际的30%的股份。此次并购被认为是新形势下实业型资本（联想）、投资型资本（鲁连城）和知识型资本（张后启）的共存共赢。

作为中国本土最大的IT制造企业，联想已经进入了一个高速增长后的衰退期。在世界PC市场普遍不景气的情况下，联想的PC业务增长乏力，裁员的决定在业界沸沸扬扬。联想不得不考虑挖掘新的利润增长点，前期与厦华合作手机业务即是一个动作。但是手机市场如同另一个PC，联想显然不愿满足于制造厂商的角色。向IBM学习，从制造向服务转型，利用上市公司的资金优势收购IT服务厂商，无疑是一条最佳路径。

此时在国内的IT应用和管理咨询市场，竞争异常激烈，汉普所面临的对手都是国际重量级企业。IT与管理咨询的结合使得这一行不仅有普华永道、艾森哲、毕马威等脱胎于国际五大会计师事务所的管理咨询公司，还有IBM、惠普等传统IT企业，国内大大小小的管理咨询公司更是难以胜数。虽然汉普目前是国内厂商中的佼佼者，但要面对国际竞争，无论从资金规模还是人力资源来讲，汉普都急需补充新的血液。

对亚洲物流科技来讲，资本运作要强于实业，对于汉普其难以再有大规模投资。此时找一家颇具实力的企业，对汉普进行补血，虽然稀释了股权，但汉普今后的增值将会给予其巨大的收益。何况亚洲物流的主业可以与汉普互相补充，汉普的强大对于亚洲物流的好处决不止一点。

案例评析

此次并购对IT产业界和投资界来说都具有里程碑式的标志意义。

第一，联想树立国内IT厂商转型的榜样。传统的IT厂商向服务转型，从以生产为主到提供服务为主，这已经得到了国际IT界的一致认可，此次控股国内最大管理咨询公司，联想可谓得偿所愿。新汉普依托联想集团的强大资金、广泛的客户渠道，必然导致中国高端IT应用与管理咨询

市场格局的重新洗牌。可以预见，今后的联想会将自身硬件设备和汉普的服务进行捆绑销售，无论从计算机设备还是IT服务来说，联想都将遥遥领先于国内对手，进入国际一流IT厂商行列。

第二，知识资产的定价机制。汉普国际自2000年11月成立以来，到2001年底未审计税后利润只有364万港币，有形资产净值2180万港币，而联想为51%股权所付出的代价是5500万港币的现金和价值327万港币的业务资产，知识资产的价值确定再次成为人们的关注焦点。

第三，资本无国界。在此次并购中除了三方不同的行业背景外，其资本来源也很复杂。联想集团虽作为大陆IT企业，但已在香港上市，所用资金大部分为国际资本；汉普国际的前身汉普咨询则是土生土长的中国企业；而亚洲物流则为港资企业。股权的繁复征示着企业的国家属性正在逐步消失，并购正在将全球变为一个统一市场。

第 5 章 | 资本扩张方式 (一): 兼并

实战技巧

什么是兼并呢?所谓兼并是指通过产权的有偿转让,把其他企业并入本企业或企业集团中,使被兼并的企业失去法人资格或改变法人实体的经济行为。通常是指一家企业以现金、证券或其他形式购买取得其他企业的产权、使其他企业丧失法人资格或改变法人实体,并取得对这些企业决策控制权的经济行为。兼并是合并的形式之一,等同于我国《公司法》中的吸收合并,指一个公司吸收其他公司而存续,被吸收公司解散。兼并的概念有广义和狭义之分。广义的兼并是指一个企业获得另外一个企业的控制权,从而使若干个企业结合成一个整体来经营。狭义的兼并概念是指两个规模大致相当的企业结合起来将其资源整合成一个实体。兼并前企业的股东或所有者在兼并企业中拥有股份,同时原来企业的高级管理人员继续在兼并后的企业中担任高级管理职位。相反,收购是指一个企业取得另一个企业的所有权和管理控制权。是否取得控制权是区分兼并与收购的关键。毋庸置疑,兼并是一项高技术内涵的经营手段,如果操作得当,所能获得的收益是十分巨大的,但高收益的东西永远伴随着高风险。为了保证投资和收益的安全,降低其伴随的风险,在兼并造作过程中要注意以下问题:

第一,信息错误。这是在我国实施兼并的最大陷阱。在中国,信息

的取得是十分复杂和困难的，就算千方百计得到了信息，里面也有惊人的错误。因为，有时连一个企业的老总也搞不清有的资产在法律上是否存在。况且，卖方在兼并前不讲实话是常有的事。其他关键信息错误如交易主体无资格，产权交易客体不明确，交易程序违法等。信息的收集和分析是十分必要的，在这方面费用千万不要吝啬。在中国，兼并的利润通常远远大于其他规范的市场经济国家，但一定要请懂行的专家才行。

第二，经营不善。包括不能像管理原来的企业那样管理新的兼并后企业；没有足够的现金开展随后的计划，因为总有意想不到的开销，如被购企业的种种或然负债；不了解将进入的市场中的竞争对手，尤其是外资兼并时不仅仅是要了解中国对手，还要了解已经或将要进入该市场的外国对手，以及国际经济形势变化对原先经营计划的冲击；不能解决企业和地区文化差异问题；被购企业的职员将有关技术和市场的商业秘密外泄；被购企业的分厂或未并部门同行竞业瓜分市场等。

买方所购买的是一个能够运转的整体业务，而不仅仅是简单的资产总和。不了解具体情况的经营者的不可能获得兼并成功的。找当地的专家会对兼并者有所帮助。听从专家的意见，在重要岗位设置你的管理人才，建立有效制度，进行管理重组，精简机构，增强科研实力以符合知识经济的要求。如果不是现金宽裕，在兼并方法的选择上注意采用现金流量少的方式。聘请有关专家对市场进行专项调研和提供管理咨询。

第三，第三方攻击。兼并方之外的其他方方面面如法院、行政和职工等围攻兼并后的新企业，因为一般来说兼并后企业相比原来有钱，而原先不出现的债权人和职工一看到好不容易来了个有钱的主，自然不肯放过了。在政府方面，由于情况的变化，会有不同程度的干扰，原来讲好的，现在都不作数了，工商、税收、土地、环保等各种行政机关的规费和税收都冒了出来，加上企业原来欠的水费、电费、煤气费、电话费等（可能账上都没有的）也会出现。在这种情况下与当地政府的合作好坏是成功兼并的关键。

第四，在兼并合同中的保证条款是十分重要的。保证条款是买卖双方从法律上界定被购企业资产的最主要内容，也是卖方违约时买方权利

的最主要保障，兼并合同中应用最直接、合理、科学、专业和没有歧义的语言使买卖双方达成共识，以减少今后的纠纷、误解和矛盾。保证条款的主要内容应包括但不限于：

(1) 公司的合法性，相关法律文件的有效性，法律主体成立性，对公司股权所有的真实性和合法性。

(2) 公司对其账册上注明的有形和无形资产的合法拥有的权利范围及其限制（条件）的反映。

(3) 保证公司的重大合同的权利和义务的反映。

(4) 对公司或然负债的说明、法律状态的维持。

(5) 最低损害数额。

(6) 合理的保证期限（如知识产权的有效期和税务违法的追诉期、政府的批准期限等）。

(7) 买方的及时违约通知条款和合理的补救措施条款。

(8) （可选）卖方应赔偿买方负责事由，卖方的总责任不超过收购合同的总价条款。

(9) （可选）多个卖方的连带责任条款。

第五，其他。兼并专业人员做专项法律和地区、部门性调查。不要盲目为了多元化去兼并，首先要计算有没有利润，也不要盲目求大，二要首先计算成本；调查一下兼并的目标企业“有技术吗”、“有市场份额吗”，看准时机，把握规模与成本，规模与效率，规模与风险，规模与力量，规模与竞争力的关系；同时把握能有效地输出成功的企业文化。

经典案例

兰州黄河企业集团其前身是公司董事长、总经理杨纪强于1985年利用贷款创建的一个村办啤酒厂，目前已发展成为一个以生产啤酒为主，跨行业、跨地区、跨所有制的集团化现代企业，资产总额已达到7.8亿元，无形资产达到12亿元，职工8000多名，下属24个经济实体。1997年啤酒产量可达32万吨，利税总额1.3亿元，人均创税1.26万元。经国家食品行

业统计公布，吨酒利税同行业全国排名第四位。它的发展壮大，主要得益于资本经营的创新形式的运用。那么，黄河集团是靠什么手段和方法来进行资本经营呢？在介绍之前，还是让我们先来看看当时的行业背景吧。

我国的啤酒产量，1978年只有40万吨，1994年产量达到1400万吨，1996年接近于2000万吨，已超过日本、德国，基本与美国持平，成为啤酒产量最大的国家之一。但中国有13亿人口，人均年消费量只有8升，仅是发达国家人年均啤酒消费量的1/14，完全可以这么说，中国假如要达到发达国家人年均啤酒消费量的50%，那么，我国啤酒市场容量巨大。在这么大的市场中，竞争状况是，全国近千家啤酒厂中，90%以上达不到规模效益或为年产5万吨以下的小厂，其中90%以上的小厂中约40%的厂亏损，年产量超过5万吨的大中型啤酒厂只有61家。与此同时，外国公司纷纷涉足中国啤酒业，世界最大的啤酒商，美国的安霍伊泽——布施公司利用青岛啤酒公司股票上市之际，毫不犹豫地买下了35%的股份，又投资上亿美元吞并了武汉中德啤酒公司，啤酒品牌为“百威”；法国达能跨国集团公司以6.3亿元人民币，收购了河北唐山豪门集团公司的主体企业豪门啤酒厂70%的股份，合资成立了欧联豪门啤酒有限公司，连著名的“豪门”商标也作价6000万元人民币一并买断，使得原“豪门”集团公司下属的22家企业必须注册新的商标。据了解，全国啤酒行业年产5万吨的约60家企业都已实现中外合资；年产10万吨以上的只有兰州黄河啤酒、杭州钱江啤酒、北京燕京啤酒、青岛啤酒等极少数厂家没有合资，苦苦支撑着中国民族啤酒业的大旗。

面对“一个省，甚至一个市喝一个牌子”，啤酒企业散布在全国各地的“散、乱、差”的行业现状，黄河人深切地体会到：大公司、大集团战略是惟一的选择。从中外啤酒商在华的竞争来看，只有大公司、大集团才能与之抗衡。英国《经济学家》杂志目前在评述中国啤酒时指出：“在本世纪末，中国将取代美国成为全球最大的市场，这引发了新市场的争夺战，对华投资者为了保险起见，在挑选做伙伴时，总盯住那些有名的大公司。”因此，扶植重点企业，增加重点企业与国外跨国公司的市场

竞争力势在必行。轻工总会扶持10个60万吨以上的啤酒集团，从投资、政策方面给予优惠，让它们在融资、发行债券、股票上市、在贷款和兼并方面给予优惠政策，对被兼并的老企业的负担，可挂账停息。对黄河人来说，只有组建“航空母舰”，只有跻身十强，才具备冲出西北，走向全国的条件，才能在更为激烈的市场竞争中赢得主动。实施大公司、大集团战略，剩下的一些家中小啤酒企业，它们根本不具备抗风险能力，不仅难以保全已有存量资产，更难以发展壮大，怎么办？惟一使其资产重组——兼并、收购。黄河人正是在这种战略思路指导下，大胆实践，勇于创新，成功地走出了一条西部资本经营之路。

正是处于这样一个机遇和威胁并存的环境下，黄河集团开展了一系列资本经营，下面让我们先看看黄河的资本经营的“组合拳”。

(1) 兼并镇原啤酒厂、天水啤酒厂、泾川啤酒厂

镇原啤酒厂是省轻工厅批准建设的全民性财政扭补工业企业，依靠国家扶贫贷款共投资1022.29万元，于1988年6月正式竣工投产，年生产能力1万吨。自1988年至1991年5月，资产负债率达148.6%，只好停产关闭。其后，在庆阳地委、行署和省有关部门的支持下，兰州黄河企业集团公司应镇原县人民政府之邀，经考察协商，在政策尚不明确的情况下有限兼并了镇原啤酒厂，兼并经营五年，啤酒年产量由一万吨增加到二万吨，上缴税金2199万元，创利润400多万元，企业负债率下降到现在的86%，比兼并前降低了62%。这已成为镇原老区乃至庆阳地区的一大财源。

天水啤酒厂是1983年在原天水氮肥厂基础上转产的市属国有企业。1989年啤酒生产能力达到15万吨，截止1996年6月，该厂有固定资产1333.2万元，负债总额5416万元，资产负债率达131.22%，账面亏损2185.15万元，欠交养老统筹保险金、拖欠职工工资和其他费用259万元，企业被迫停产达14个月。天水市委、市政府由主要领导主持研究，果断提出建议，请甘省著名企业——兰州黄河企业集团对天啤实行兼并。双方经过五个轮次的协商谈判，提出按双方确认的固定资产净值和全部土地使用价计，在接受620人全部职工的前提下，实行购买式兼并。此后，黄河集团即投入2600万元启动生产，1800万元进行技术改造，于1997年3

月正式投产运营，现年产量可达45万吨。投产后第一个月生产啤酒1200吨，第二个月生产4000吨，产品销售前景很好，预计是年可上缴税金1500万元以上。企业兼并后，还挽救、带动了北道玻璃厂、纸箱厂和养猪厂。

贫困地区国有企业泾川啤酒厂是1988年泾川县用扶贫贷款1100万元建成的，从业人员420人，总资产3434万元，总负债477万元，负债率为159.49%。拖欠职工工资200万元。

1997年8月8日黄河企业集团出资1000万元兼并了泾川啤酒厂，投放4000万元进行技术及扩建，年生产能力由现在的1万吨扩建到5万吨，为贫困地区泾川县上缴税金2500万元。1998年初正式投产。

(2) 收购渭南啤酒厂

渭南啤酒厂是陕西省渭南市属国有企业，从业人员581人，年设计生产能力3万吨，总资产10440万元，总负债17400万元，负债率166.67%，拖欠职工工资180万元。1996年宣布破产。

1997年，陕西渭南市政府顶住来自各方的压力和多家企业的竞争，看好黄河集团的经营机制和黄河啤酒品牌，提出将年产3万吨的渭南啤酒厂交给黄河集团收购。

1997年5月8日，经陕西省拍卖中心依法拍卖，黄河集团以1750万元购买了该厂，对该厂581名职工全部安置。并投入4000万元进行技术改造。渭南市工商银行主动提出愿提供贷款帮助企业进行技改扩建，是年10月1日出酒，产量达到8万吨，下年产量达到10万吨，市政府给予免税五年的优惠政府，并由市长亲自协调抓落实。

(3) 控股光明啤酒厂

雁明啤酒厂是青海省的省属国有企业，1997年8月，黄河集团集团出资1430万元，以55%的股份与青海恒利化工有限公司合资改造破产的雁明啤酒厂（年设计生产能力1万吨，职工280人），成立兰州黄河（青海）啤酒有限公司，合资经营期为15年。1998年2月正式投产。由当地贷款帮助企业进行技术改造，年设计生产能力由1万吨扩建到5万吨。

(4) 新疆哈密市政府领导登门要求，黄河啤酒这几年占尽了他们的

市场，迫使他们年产4万吨的啤酒厂停产，提出干脆交给黄河集团经营，只要能为地方纳税就行。

(5) 投资2.29亿元开发十五万亩荒地，建立良种大麦基地；并拟投资4000万元配套建设万头肉牛育肥基地。

(6) 黄河集团在黄河啤酒的基础上，实施品牌扩张战略，以黄河啤酒为龙头重组了以黄河为商标的印刷厂、超纯水、羊毛衫、纸箱、酒瓶，向各个行业发起冲击。

(7) 在兼并过程中，推行干部职工的本地化优化组合，对他们的优化关键是思想观念上的重组。实践证明，黄河出技术、出商标、出管理，还是原班人马，效果就是不一样，关键是被兼并企业在兼并前后观念不同。精神面貌不同、工作热情不同，效益也不同。

案例评析

黄河集团采用资本经营方式经营企业后，对集团本身，被兼并企业以及当地经济的发展产生了重大影响，并产生了极好的社会效益与经济效益。

第一，企业集团在短时期内急骤扩张。自1996年11月黄河集团兼并、购买、控股五个国有啤酒厂并对其进行技术改造以后，黄河集团啤酒的年生产能力由1996年的10.5万吨猛增到1997年的32万吨。这是超常规的发展速度，从资金上考虑啤酒行业每形成年产1万吨的产量约需投资2400万元，增产50万吨约需投资12亿元，而集团加上各期技改资金大约前后共投3.3亿元，节约资金9亿元，是一种低成本的扩张，从时间上来看，兴建10万吨的啤酒厂约需5年时间，而通过兼并、收购、控股和技改，不过花了一年半时间。在商战中，时间就是金钱，这种扩张模式为黄河集团占领市场争取了宝贵时间。九个月来兰州黄河企业集团选择了一条横向兼并、低成本扩展的道路，而不是像过去传统的那样内部扩展，靠自己铺摊子、滚雪球，这样做，既可以合理利用现有的生产能力，使存量资产发挥应有的效用，避免造成社会生产力的浪费；又能节约资金和时间实

现低成本扩展，超时间扩大生产能力。著名的诺贝尔经济学奖获得者斯蒂格勒曾指出：这一百年到现在，世界上前五百强的大企业，无一不是通过资产兼并而扩展起来的，没有一个是仅仅靠内部积累发展起来的。反观黄河集团的超常规发展的历程，可以清楚地看到，黄河集团的扩张主要是外延式的扩张战略。

第二，企业融资通道的扩张。黄河集团走的是一条横向兼并、高负债、低成本扩张的道路。1993年成立兰州黄河企业股份有限公司时，总股本8680万元，其中黄河集团控股5000万元，融得资金2000万元；在兼并、控股、购买过程中一共投资1.15亿元，71.5%以上是黄河集团凭其良好的信誉向当地银行融资的。此外，在筹资过程中促进了优质资本的培育。资本作为商品，也有好坏之分，优质资本不仅具有作为普通资本的购买，增值功能，也因为其具有良好的信誉，优良的品质而能获取比变通资本更高的报酬，黄河集团在资本与啤酒技术的组合过程中，不断注重优质资本的培育，充分发挥了资本的效率。此外，作为地处西部的企业，黄河集团也充分发挥了西部的资源优势。在经济系统中，资金和劳动力是最重要的两类资源，当资金稀缺而劳动力充足时，合理的选择是大量利用劳动力以提高资本的利用率，反之，在劳动力稀缺时，应利用资金以提高自动化程度以节约劳动力。经济学承认在一定范围和条件下的劳动力和资金是具有替代性的。在我国，长期将本来稀缺的资本高度集中使国有大中型企业之外的劳动力与现代意义下的资本几乎无缘改革，应当从资本与劳动力的最优组合出发，去发现不合理配置造成的落差，从中发掘经济潜能。在劳动力相对丰富的西部，黄河以低资本，高劳动力的投资组合作为替代融资的手段，既充分发挥了西部优势，又弥补了相对的资本短缺。

第三，盘活了被兼并企业存量资产。在被兼并、收购、控股的五个国有企业中，负债率由平均158%下降到80%。在兼并收购之后，当地的国有资产管理部門不仅将这些不良资产转化为坚挺的货币资产。天水啤酒厂年税收1500万元、镇原啤酒厂1200万元、渭南啤酒厂800万元。

第四，加大集团对企业资本的控制能力。黄河集团作为兰州黄河股

份有限公司的核心企业，在1993年成立股份公司之日起，即以5000万元资金，控制8500万元的资产。通过兼并、收购、控股后，被兼并企业资产的迅速膨胀，使黄河集团控制的资本迅速扩张，被收购的渭南啤酒厂，收购之时仅值1750万元，在技改之后形成年产啤酒10万吨的生产能力，价值17000万元，企业实际价值膨胀10倍，实际扩大了黄河集团的资本控制能力。预计，黄河集团公司股票上市之后，将能把所控制的资产从7.8亿元扩大到16.5亿元。

第 6 章 | 资本扩张方式 (二): 收购

实战技巧

什么是收购呢？收购是一个商业公司管理学的术语，是指一个企业以购买全部或部分股票（或称为股份收购）的方式购买了另一企业的全部或部分所有权，或者以购买全部或部分资产（或称资产收购）的方式购买另一企业的全部或部分所有权。这是透过取得控制性股权而成为一个公司的大股东的过程。

商业收购意指一个公司（收买方）买断另一个公司（收购目标）。该事件后果类似于合并，不过并没有形成一个新公司。

股票收购可通过兼并（Merger）或标购（Tenderoffer）来实现。兼并特点是与目标企业管理者直接谈判，或以交换股票的方式进行购买；目标企业董事会的认可通常发生在兼并出价获得目标企业所有者认同之前。使用标购方式，购买股票的出价直接面向目标企业所有者。收购其他企业部分与全部资产，通常是直接与目标企业管理者谈判。

收购的目标是获得对目标企业的控制权，目标企业的法人地位并不消失。

一般地，企业收购的方式有：

- (1) 吸收式收购；
- (2) 控股式收购；

(3) 购买式收购;

(4) 公开收购;

(5) 杠杆收购;

(6) 跨国收购。

根据不同的标准，上市公司收购有多种分类方法。对公司收购进行分类，其意义不仅仅在于对一些概念进行解释，从外延界定上对收购有更清楚的认识，更为主要的是要根据收购的不同特点，注意适用相关的不同证券法律、法规。

(1) 要约收购和协议收购。

这是根据上市公司收购所采用的形式不同来划分的。要约收购，又称公开要约收购或公开收购，是指收购者通过某种方式，公开向目标公司的股东发出要约，收购一定数量目标公司的股权，从而达到控制该公司的目的。要约收购是上市公司收购的一种传统方式，也可以说是最重要的一种方式，各国的上市公司收购立法均将其作为规范的基本内容。要约收购事先不需征得目标公司管理部门的同意，要约的对象是目标公司的全体股东，要约的内容包括收购期限、收购价格、收购数量及其他规定事项。这种收购方式主要发生在目标公司的股权较为分散，公司的控制权与股东分离的情况。要约收购在英国被称为takeoverbid，在美国则被称为tenderoffer。

协议收购，是指收购者通过与目标公司管理部门或股东私下协商，达成协议，并按协议约定的收购条件、收购价格、收购期限及其他规定事项，收购目标公司股份的行为。这种收购多发生在目标公司的股权较为集中的情况下，尤其是目标公司存在控股股东时，收购者往往与目标公司的控股股东协商，通过购买控股股东股权来获得对该公司的控制权。这必然导致协议收购在机会均等、信息公开、交易公正方面存在较大的局限性，许多国家的立法都限制甚至排除了协议收购的合法性。但是由于我国特殊的股权结构，证券市场上存在着大量的不能上市流通的国家股和法人股，所以协议收购有其存在的必然性、合理性和现实性。我国《证券法》第七十八条明确规定了上市公司收购可以采取协议收购的方

式。

(2) 部分收购和全面收购。

这是根据收购者预定收购目标公司股份的数量来划分的。部分收购，是指投资者向全体股东发出收购要约，收购占一家上市公司股份总数一定比例（少于100%）的股份而获得该公司控制权的行为。目标公司股东可以根据这一比例来出售自己的股份。全面收购，是指计划收购目标公司的全部股份或收购要约中不规定收购的股份数量，法律推定其为全面收购，收购者必须依要约条件购买全部受要约人承诺的股票。应该说，部分收购的目的在于取得目标公司的相对控股权，而全面收购的目的则在于兼并目标公司，前者是控股式收购，后者是兼并式收购。值得一提的是，向所有目标公司的股东发出收购要约，并不等于全面收购，因为部分收购也必须采用这种形式。向所有股票所有人发出收购要约，体现或强调的是目标公司股东的平等待遇原则。如果受要约人承诺售出的股票数量超过了收购人计划购买的数量时，收购要约人还必须按比例从所有承诺人处购买。而全面收购则表明要约人欲收购目标公司所有股份的意图。另外，全面收购的结果也可能只获得目标公司的达到法定比例的部分股份，这与部分收购只计划收购目标公司的部分股份的情况是不同的。全面收购除当事人自愿进行的以外，多数属于强制收购，当收购人持有目标公司股份达一定比例时，法律强制要求其履行法定的全面收购义务。我国《证券法》第81条规定，通过证券交易所的证券交易，投资者持有一个上市公司已发行的股份的30%时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司所有股东发出收购要约。但经国务院证券监督管理机构免除发出要约的除外。

(3) 友好收购和敌意收购。

这是根据目标公司经营者与收购者的合作态度来划分的。友好收购是指收购者事先与目标公司经营者有过密切接触，在有关事项（如收购对价、人事安排、经营计划、资产处置等）上达成了共识，目标公司管理层同意其收购意见，并与收购者密切合作，积极配合，收购要约发布后，目标公司董事会在出具的书面意见中向全体股东推荐此次收购的公

司收购。友好收购通常情况下一般都能成功，但在此应注意对公司股东（特别是中小股东）的权益保护，以免目标公司管理层从自己的特殊利益考虑，做出不利于股东的决策。敌意收购是指目标公司的经营者拒绝与收购者合作，对收购持反对和抗拒态度的公司收购。通常收购人在不与对方管理层协商的情况下，在证券交易市场暗自吸纳对方股份，以突然袭击的方式发布要约，目标公司管理层就会对此持不合作的态度，要么出具意见书建议股东拒绝收购要约，要么要求召开股东大会授权公司管理层采取反收购措施，因此敌意收购通常会使得收购方大幅度地增加收购成本。在敌意收购中应注意的法律问题是，目标公司是否采取了不正当的阻挠行为，收购方又是否履行了法定的报告和公告义务，是否有违反强制收购的规定。

由于协议收购多发生在目标公司股权相对集中，股东掌握着公司终极控制权的情况下，所以大部分协议收购都会得到目标公司经营者的合作，故协议收购多为友好收购。而要约收购则多发生在目标公司股权分散，目标公司的股东与公司的控制权分离的情况下，此种收购的最大特点就是不需事先征得目标公司管理层的同意，因此要约收购一般是敌意收购。

（4）善意收购和恶意收购。

这是根据收购人的收购动机来划分的。善意收购是指收购人意在改善目标公司的经营管理，提高其经济效益的收购，这种收购通常会受到目标公司管理层和股东的欢迎。恶意收购是指收购人意在收购成功后，将目标公司资产变卖以获取高出收购成本的利润的收购。但须注意的是，恶意收购不等于违法收购，只要收购人依法操作，法律同样要保护其权益。在此类收购中，要特别注意收购当事人是否有欺诈行为；是否存在内幕交易；收购行为和结果是否违背社会利益；目标公司员工的合法权益是否受到侵害等等。

（5）自愿收购和强制收购。

这是从收购是否构成法律义务的角度来划分的。自愿收购是指收购人根据自己的意愿在选定的时间内进行的收购。而强制收购是由于大股

东持有某一公司的股份达到一定的比例时，由法律强制其在规定的时间内发出全面要约而进行的收购。这两者的划分在某种意义上讲是相对的，因为上市公司收购从法律上说是以行为人的自愿为基础条件的。任何一次收购，都是收购人依法实施的有计划的购买目标公司股票的行为，即使是持股比例达到强制收购的程度，多数情况也属于收购者计划中的事。而且即使是强制收购，法律也最大程度地尊重了收购人的意愿。如我国《证券法》第81条就规定，投资者“强制义务”的产生，除了“持有有一个上市公司已发行股份的百分之三十”这一条件外，还必须有“继续进行收购”的意愿，这在一定程度上就尊重了投资者自身的意愿。

(6) 单独收购和共同收购。

这是以收购主体是单一的还是多个的人为标准来划分的。单独收购是指一个自然人或法人独自实施收购行为的收购。而共同收购是指两个或两个以上的自然人或法人为达到控制一个上市公司的目的，根据相互之间的正式或非正式协议，互相合作共同购买目标公司股份的行为。我国《证券法》对“共同收购人”的情况未置一词，甚至也放弃了《股票条例》中“直接或间接持有”的概念，应该说对“共同收购人”的认定属于规范上市公司中不可避免的问题，故有学者提出这有待在上市公司收购细则中完善，并且我国立法应对英美法中“一致行动人”的规定加以借鉴。

(7) 现金收购、换股收购和混合收购。

这是根据对目标公司的支付方式不同为标准来划分的。现金收购是指收购者付给目标公司股东的对价为现金的公司收购。这是一种最简单的支付方式，目标公司股东可立即获得一笔现金从而回避市场利率风险，收购公司也可以此避免目标公司股东在本公司中拥有较多的投票权。但是现金收购的弊端也是非常明显的。对收购者来说，现金的支出将使公司现金紧缺，危及公司的财务安全；对资产出让者来说，现金收购将增加其税收负担，减少其财富总量。换股收购是指收购者以自己公司的股份换取目标公司股东的股份而达到控制该公司目的的公司收购。股票支付方式对收购方来说，可以减少收购中的现金支出；对被收购方来说，

可使资产转让的税收负担递延，而且可使资产转让者在收购公司中持有一定的权益。但是，股票支付也有不利之处。对资产转让者来说，收购公司的股票仅仅是一种虚拟资本，若股价下跌，其必将受损。对资产收购者来说，由于向转让者支付了大量的本公司股票，可能会使本公司原有股东丧失控制权，从而使得资产转让者反接管资产收购者。

混合收购是指收购者以现金、本公司股份、债券等其他证券混合作为支付给目标公司股东对价的公司收购。由于现金收购与换股收购各有利弊，于是就产生了将这两者结合起来的混合支付方式。

(8) 横向收购和纵向收购。

这是根据目标公司和收购公司是否处于同一行业部门为标准来划分的。横向收购是指收购公司与目标公司处于同一行业，产品属于同一市场的收购。此种收购的目的是收购公司为了扩大规模，提高产品占有率。而纵向收购是指目标公司与收购公司在生产过程、经营环节相互衔接，或具有纵向协作关系的收购。

当然，并购是一种商业行为，以获取商业利润为目的，因此市场交易的风险是客观存在的；其次并购交易的对象是一种特殊的商品，目标公司是一种集技术、人才、设备及市场为一体的“活产品”，人们所熟知的单个产品乃至专利技术等无形资产的交易复杂得多，因而交易过程中伴随着巨大的、难以预测的风险；最后，在我国目前并购市场发展的初级阶段，多数企业的并购行为仍带有浓厚的行政划拨色彩，尤其是以国有企业作为目标公司时，地方政府既是资产所有者的代表，又肩负着稳定社会、保障就业、宏观指导行政职能，就很难充分考虑到并购交易中存在的所有风险。下面结合我国的国情和几年来的并购实践，具体地谈一下我国目前并购交易中可能出现的各类风险。

(1) 合同风险。将要被兼并和收购的目标公司对于与其有关的合同可能管理不严，或由于卖方的主观原因而使买方无法全面了解目标公司与他人订立合同的具体情况；尤其是企业以信誉或资产为他人设定了担保而没有档案资料，甚至连目标公司自己都忘得一干二净，只有到了目标公司依法需要履行担保责任时才会暴露出来。因此，这些合同将直接

影响到买方在并购中的风险，也就是说如果在签订并购合同时不将这部分风险考虑在内的话，以后将毫无疑问地降低目标公司的资产价值。

(2) 财务风险。财务报表是并购中进行评估和确定交易价格的重要依据，财务报表的真实性对于整个并购交易也显得至关重要。虚假的报表美化目标公司财务、经营状况，甚至把濒临倒闭的企业包装得完美无缺；另外，财务报表是对过去某一时点或时间段的财务状况描述，由于并购实务中交割日与签约日之间会有一段较长的时间，故其财务状况也会影响到买方的权益。

(3) 诉讼风险。很多情况下，诉讼的结果无法预料或者说无法准确地预料，如果卖方没有全面披露正在进行或潜在诉讼以及诉讼对象的具体情况，那么诉讼的结果很可能就会改变诸如应收账款等目标公司的资产数额；而且在某特殊情况下，如诉讼对象在判决的执行前进行破产清算，甚至会使目标公司作为资产的债权减少到不可思议的程度。

(4) 客户风险。兼并的目的之一，就是为了利用目标公司原有客户、节省新建企业开发市场的投资，尤其是一些市场依赖比较大的产业，或者是买方对目标公司的客户这一资源比较关心的话，目标公司原客户的范围及其继续保留的可能性，则会影响到目标公司的预期盈利；从另一角度讲，缺乏融洽的客户关系，至少会在一定程度上加大目标公司交割后的启动投资。

(5) 雇员风险。劳动力是生产力要素之一，只是在不同的行业作用大小有所不同。目标公司的富余职工负担是否重、在岗职工的熟练程度、接受新技术的能力以及并购后关键雇员是否会离开等都是影响预期生产成本的重要因素。

(6) 保密风险。正因为并购交易的双方面临着巨大的风险，所以尽可能多地了解对方及目标公司的信息作为减少风险的一个主要手段是不可或缺的；但是因此又产生了一个新的风险，那就是一方提供的信息被对方滥用可能会使己方在交易中陷入被动，或者交易失败后买方（尤其是在同一行业内）掌握了几乎所有目标公司的信息，诸如流程营销网络等技术和商业秘密，就会对目标公司以及卖方产生致命的威胁。

(7) 资产风险。公司并购的标的是资产，而资产所有权归属也就成为交易的核心。但是所有权问题看似简单，实际上隐藏着巨大的风险。比如，公司资产账目是否相符、库存可变现程度有多大、资产评估是否准确可靠、无形产权属是否存在争议、交割前的资产的处置（分红、配股）等等都会使买方得到的资产大大少于合同约定的价值。

(8) 法律风险。随着我国法制的进一步完善，包括并购法律在内的有关法律、法规都将逐步出台，加之已经存在规范市场主体的法律、法规，便构成了完整的并购法律体系。但就目前来看，有关法律的风险主要集中在目标公司的合法性（包括公司设立、变更、年检、注册资金是否充实等等）并购程序的合法性（即内部决议是否有效、是经过政府有关部门的批准等）。上述方面具备与否，直接影响着并购过程的有效性或者说是并购交易的成败。

(9) 信誉风险。企业的商誉也是企业无形资产的一部分，很难通过账面价值来体现。然而目标公司在市场中及金融机构的信誉程度、有无存在信誉危机的风险，则是反映目标公司获利能力的重要因素；建立良好的信誉不易，改变企业在公众中的形象就更难。兼并一个信誉不佳的公司，其实无异于为自己加上一条沉重的锁链。

经典案例

1993年9月30日，深圳宝安（集团）上海公司向中国证监会、上交所等报告并公告，声明已经持有延中实业发行在外普通股5%以上的股份。这是中国证券市场上的首次并购案例，开创了我国上市公司兼并收购的新纪元。虽然时间已经过去了10多年，但是宝延风波中表现出来的问题是永远值得我们思考的。

（一）并购双方基本情况

（1）宝安集团

深圳市宝安集团股份有限公司（以下简称宝安集团）成立于1983年7月，是我国首家股份制国有企业，同时也是新中国最早明晰产权关系的

企业，其股票于1991年6月25日在深圳证券交易所上市。当时的股权结构为深圳市宝安区财政部门持股20%，其余80%股份由其他企业和个人持有。该公司以贸易起家，同时投资土地开发、建设工业区，引进“三来一补”企业，并兴办实业，逐步发展成为以工业、商业、对外贸易、房地产业、仓储运输业、“三来一补”和酒店服务业并存的大型多元化企业集团。在宝安集团的发展历程中，它不但开创了标准的股份制运作方式，而且在金融产品开发上开创了多个新中国第一，如新中国第一张股金证——即第一张股票、新中国第一张可转换债券等。

（2）延中实业

上海延中实业股份公司（以下简称延中实业，现为方正科技）成立于1985年，是上海第二家股份制企业，其股票于1990年12月19日在上海证券交易所上市。原有5个合资公司，直属和联营企业6家，商业服务部数十个。公司主营文化办公机械、塑料制品，兼营电脑磁盘、录像机、磁带、家用电器、服装百货等。此外，公司还涉足房地产、证券和期货市场。公司成立时注册资本50万元，截至1992年12月31日，注册资本2000万元，共计2000万股，其中个人股为1820万股，占总股本的91%，其余9%为法人股，公司股份全部流通。1992年每股税后盈利0.16元，1993年上半年每股税后盈利0.24元。

（二）并购过程

（1）宝安谋划

早在1992年末，宝安集团就已开始为加速集团发展而谋划收购行动。在众多的上市公司中，经过审慎的分析挑选，最终将延中实业定为收购的目标。这主要是出于以下三方面的原因。首先，从自身条件看，宝安（集团）公司有足够的经济实力、管理能力和股市运作经验；另一方面，从延中实业的客观条件看，延中实业的“薄家底”和几年来不尽如人意的经营业绩，正给了宝安可乘之机。不仅如此，延中实业筹建时，由于政策规定老企业不能参股，所以它没有发起人股。其次，延中规模小、股份分散且股份全流通。这些“历史问题”正适合宝安的收购操作，减轻了宝安收购或控股延中实业在资金上的压力。第三，延中实业的章程

里没有任何反收购条款。这三方面原因，使宝安收购延中具有了操作上的可行性。而且延中在经营性质和范围上与宝安同属综合性企业，控股之后对改善延中的管理，拓展宝安上海公司的业务有很大好处。目标确定之后，宝安集团便安排下属的三家企业，宝安上海公司、宝安华东保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司，担任此次收购的主角。三家公司均小心谨慎，并严格控制消息，在此期间，宝安一直在慎重考虑，进一步等待时机成熟。

(2) 宝安出手

1993年9月3日，宝安集团调集资金，准备在该月中旬大规模收购延中股票。

从1993年9月14日起，宝安的上述三家下属公司便开始神不知鬼不觉地大量吃进延中的股票，在这期间，延中实业的股价也开始连日走高。

1993年9月14日，延中股价88元。

1993年9月17日，延中股价最高升至9.89元，成交量异常放大，达1020900股。

此后，三家机构加快购买速度，在10元以下大量吸进筹码。1993年9月21日，延中股价突破10元大关，当日成交量达1304400股。

1993年9月24日，延中股价飚升至11.88元，成交量达5057900股，创短期内新高。延中的走强，引起了所有投资者的关注，大批炒手和机构也开始大举入市，将价位不断拉升，29日收盘价为12.05元。

截至1993年9月29日，宝安上海公司已持有延中股票的4.56%，宝安华阳保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司已分别持有延中股票达4.52%和1.657%，合计10.6%，早已超出5%，但是此时宝安集团并未暂停收购并对外公告，而是命令三家下属公司于1993年9月30日下单扫盘，而此时延中公司还沉浸在一片平和之中，像被偷袭前的珍珠港，毫无防备。

1993年9月30日，宝安公司计划下单扫盘，由于在此之前，宝安上海公司持有延中股票数为4.56%，再购入15万股即可超过5%。宝安上海在集合竞价以及后来的短短几小时内便购进延中股票342万股，于是宝安上海合计持有延中股票数已达479万余股，其中包括宝安上海关联企业宝安华

阳保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司通过上海证交所的股票交易系统卖给宝安上海的114.7万股，至此宝安上海已拥有延中股票的15.98%。

1993年9月30日上午11时15分左右，延中股票突然被停牌，上交所有关人士向场内交易员宣布了停牌原因：因目前有机构持延中股票已超过5%，却不上报，情况未明，根据《股票发行与交易管理暂行条例》47条规定，依例暂停延中交易。

上午收市后，宝安集团上海公司终于发出公告，称“本公司于本日已拥有延中实业股份公司发行在外的5%以上……特此公告”。至此，宝安正式宣布收购延中。

(3) 延中反击

延中实业被这一突如其来的消息震惊了。公司立即聘任在应付敌意收购方面很有经验的施罗德集团香港宝源投资有限公司作为顾问，希望以此挫败宝安的收购活动。在此期间，延中积极同各方人士接触，并提出了各种反击的备选方案。其中比较理想的方式有两个：经济手段和法律手段。

1) 经济手段

即采用声东击西法。延中实业打算从各方面调动几千万资金，对市场上规模比延中更小的个股进行围攻。购进其他股，既可分散宝安的注意力，聚集在延中身上的市场焦点也可能转化。另外，把水搅浑就可处于进可攻退可守的境地。即使延中全面失守，对被攻击的股票来说，延中也处于主动地位。如果被收购股票价位仍低，延中就可进行实质性控股；如果被收购股票价位迅速抬高，延中亦可抛出该股。手中持有获得资金，为以后反收购积聚经济实力，对市场上的延中股价也有一定牵制作用。这种立足于经济手段的反击措施可能有效地将宝安拖在延中股票20元以下的泥潭中。它们占用大量资金的延中股票就会陷入延中“游击战”的汪洋大海，处于既不能抛、也不能收的尴尬境地。

2) 法律手段

即利用宝安收购过程中在法律上的漏洞逼其就范。延中对宝安集团

收购其股票的合法性提出了以下几点质疑：

a 1993年9月29日，宝安上海公司已持有延中股票456%，按照达到5%就要申报的规定，宝安只能再买0.5%。然而，1993年9月30日集团竞价时，宝安一次就购进延中342万股，总计持股数占延中全部股份的15.98%，如此跳过5%公告后必须2%、2%分批购进的规定，一下子达到16%，这是否犯规？

b.既然1993年9月30日实际已购得479万余股，当日公告时为何只笼统讲5%以上，不具体讲明持股数？

c 宝安上海的注册资本只有1000万元，这两天光买延中股票就用了6000多万元。国家明确规定，信贷资金、拆借资金不得买卖股票，不知宝安上海的资金来自何处？

d 宝安方面在《中国证券报》与《上海证券报》上的落款单位不一致，甚至送至延中公司的公告落款与盖章都不吻合。连收购单位都不明确，何来收购之说？

e 宝安没有事先与延中沟通、协商，对延中是一种恶意收购。延中需要友善资金的加入，以扩大规模，增强企业竞争力，延中不反对企业的参股和组织兼并，只要符合广大股东利益和延中发展前途。但是，故意收购会引起老股东的抵触情绪，损伤管理人员积极性，在前面发生的事件中，由于对方意图表现出敌意，袭击又来得突然，严重影响了延中的正常经营。延中明确表示将不排除通过法律诉讼程序来维持自身利益的可能性。

(4) 宝安回应

对于延中实业提出的以上质疑，宝安集团通过媒体进行了回应。

1) 《股票发行与交易管理暂行条例》作为规范证券市场的一项重要法规，发挥了巨大的积极作用，但其中第47条规定操作起来相对比较困难。按规定，直接或间接收购上市公司发行在外的普通股达到5%时应向该公司、证交所和证监会做书面报告，可是在没有得到全部交割资料之前宝安方面无法知道究竟超过5%多少。这个公告该如何发、何时发不易确定。万一成交量没有公告中说的那么多，在市场上却造成大起大落，

反而会有欺骗股民、造谣惑众之嫌。宝安是努力按现有的有关规定去做的。对整个持股超过5%以上的操作过程中的规范化问题，是双方的理解不同。

2) 宝安上海公司虽然注册资本只有1000万元，但是用于收购延中股票的6000多万元可以来自经营多年的盈余积累，也可以来自集团总部。

3) 宝安再三声明：首先，宝安从没想过要全面收购延中，目标只是想做延中的第一大股东，对延中实际控股，以直接介入公司的经营决策，提高公司经营水平，尽力以较大的利润回报广大投资者。其次，宝安对延中的现任领导者也是善意的。董事局早已决定，控股成功后，原则上对原有的中层干部不做较大的人事变动。最后，宝安无意与延中发生对立，因为那样会给广大中小股东带来不必要的损失，并且正在考虑以某种形式使中小股东避免损失。股份公司的管理说到底是为全体股东服务的，在认识上和行动上绝不能脱离广大股东的利益。

4) 宝安还对延中的反收购策略提出质疑，指出若延中反收购，其在资金上势必负债，那么负债谁来偿还？包袱必然压在全体股东身上。即使延中公司反收购成功，谁能保证别的公司在事件背后不控股延中？而其他控股的公司很有可能还不如宝安有更强的能力来提高延中的效益。

(5) 结局

虽然宝安集团做出如上声明，但是延中始终坚持认为宝安从4.56%一下子跳到15.98%有明显的违规之处，此外宝安此次购股有联手操作的嫌疑。为此延中要求证券管理部门对宝安集团上海公司的购股过程进行调查并做出处理。同时延中还强调宝安的收购是恶意的，明确表示将不排除通过法律诉讼程序来维持自身利益的可能性。

1993年10月22日，中国证监会官员宣布：经调查，宝安上海公司通过在股票市场买入延中股票所获得的股权是有效的，但宝安上海公司及其关联企业在买卖延中股票的过程中，存在着违规行为，为此，中国证监会对宝安公司进行了惩戒，对宝安上海公司罚款100万元，并对另外两家关联企业给予警告处分。轰动全国的“宝延事件”终于有了结果。

就在中国证监会对宝延风波做出处理的同时，宝安集团上海公司和

延中实业经过会谈也达成如下协议：

1) 宝安上海分公司持有的19.8%的延中股票，其收益权全部归宝安上海分公司，但其表决权的55%则由延中董事长行使，宝安上海公司只拥有持股数45%的表决权。

2) 双方共同努力实现延中的税后利润指标。

3) 宝安集团派两位代表进入延中实业董事会，分别担任副董事长和副总经理职务，但不干预延中的日常经营管理。

4) 改造董事会需待一年半后本届董事会任期结束时。

5) 宝安集团再次增减持延中实业的股票均需征得延中董事会同意。

至此，双方握手言和，共谋发展。1994年4月，宝安上海分公司总经理取代延中原董事长的职位，从而完成了宝安对延中的实质性控股。

案例评析

宝安收购延中的典型意义在于它开创了中国上市公司之间并购的先河，说明中国的企业开始了真正的资本式运作道路，符合现代企业的要求，也为今后企业国际化打下良好的基础。宝安收购延中的案例对中国上市公司的并购问题具有重要的借鉴意义。

第一，创造了中国股市的“收购概念股”

宝安收购延中的那段时间，正是中国股市的低迷时期，大盘在830点左右徘徊下行。然而，与大盘熊市形成鲜明对比的是，自从宝安开始收购延中，延中的股价就逆流而上，从1993年9月14日8.8元一路走高到10月7日的21.98元。究其原因，不难理解，宝安控股延中令当时刚刚经过数月熊市的投资者眼前一亮，思路洞开，奇想纷发，从此，中国股市上出现了一个全新的炒作题材：收购概念股。在1993年前半期漫长的盘整下，“宝延事件”如一支兴奋剂使沪市一阵激动，投资者不但恢复了热情，而且极具投机色彩，对个股的追捧空前大胆和盲目，敏感人士立即追逐市场的热点，舍弃手中绩优股，转炒延中。延中踏着众多股票的背脊一路劲升，成为沪市耀眼新星。虽然我们承认“收购概念股”在某种程度上

助长了股市的投机气氛，但是不可否认的是“宝延风波”首开了中国股市的一种反应模式：无论大盘如何低迷，对某上市公司的举牌收购均属朦胧利好，都可以吸引资金进行短期的火爆炒作。“宝延风波”之后，收购题材在股市中正式建立起来并日益走强。后来的万科参股申华、恒通控股棱光、辽国发拨弄爱使、恒丰举牌兴业、一汽购买金杯等一系列事件，都可说是宝延事件激起的千层浪，这一个个炒不尽的题材为中国股市构筑起一个常青的板块。

第二，促进中国股市走向成熟

1993年，中国证券行业还处于初级发展阶段，许多规章制度不够完善，或者说不具备实践性。如宝延事件中双方各执一词的《证券法》对收购行为信息披露的要求。《证券法》第四章专门对通过证券交易所即在二级市场上收购上市公司进行了规定，但由于该章只有17个条款，仅对上市公司收购的一般规则、要约收购和协议收购的主要程序做出简要规定，难以解决实际收购过程中产生的大量具体问题和争议。又如我国当时的法律法规对反收购行为未有任何规定，法理上的探讨也鲜有涉及等。宝延事件后，这些制度和规范中存在的问题凸显出来，引起了有关部门的重视，并开始进行相应的改进与补充。市场经济条件下，市场应该成为资源有效配置的主要手段，宝延事件就是这方面的一次有益尝试，它对于发挥证券市场在资源配置中的重要作用提供了有益的启示。而宝延事件的另一个重要作用还在于，它使上市公司真正领会了股份制的意义，让上市公司的决策者认识到公司治理结构的重要，认识到经营不善或疏于管理会给公司带来被收购的危机。可以说，宝延事件第一次让中国的上市公司和投资者认识到收购的真正含义，认识到市场的力量。正如“宝延风波”发生后，《证券市场周刊》发表的评论所说：“此出股权之争暴露出的种种疑问和思考，实在不仅仅是宝安向延中‘发难’，而是向中国股市‘发难’，向初期股市的管理和法规及市场机制的性能‘发难’。其直接结果并不重要，重要的是宝安以强大的推动力促动中国股市或被动或仓促地走出了襁褓，走向规范，走向成熟，逐步和国际惯例接轨。”

第三，谨慎地制定收购策略是收购成功的保障

宝安集团的收购策略是经过深思熟虑的，不是盲动，也不是行政干预的结果，而是企业根据自身发展需要的自发行为。

首先，在收购对象的选择上，宝安选择延中，是因为其股本小、股权分散、股份全流通。对这样的目标公司收购成本相对较低。此外，宝安收购延中还看重了延中的行业性质与自己具有很多相似之处，在今后的产业整合中会更加容易。

其次，在收购手段的选择上，由于中国长期计划经济的影响，政府行为在上市公司的运营过程中同样发挥着重要的作用。最为典型的现象就是上市公司的收购方式多数为协议股权转让。这种方式一般来讲成本较低，但是手续繁杂，要求满足的条件较多。所以宝安选择了从二级市场上直接收购流通股的方式，这是一种完全市场化的收购行为，其最大优点是操作简单、收购速度快，常常能够打得被收购公司的控股股东措手不及。但是二级市场流通股价格要远远高于非流通股价格，二级市场收购的成本会高于协议转让。而宝安集团雄厚的资金实力恰恰为这种收购方式的实施带来了可行性。在收购手段上，宝安集团还通过一致行动人持股达到迅速收购的目的。这种方式的优点在于多家关联公司分散增持目标公司股份，不易引起市场注意，同时还可以绕过《证券法》有关持股超过5%就要进行披露等义务，并且为日后关联交易奠定基础。深圳宝安集团上海分公司就是通过与另两家关联企业——宝安华阳保健品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司组成一致行动人，共同持有延中实业19.8%的股权，成为其第一大股东的。

最后，在收购效果上，有效的并购重组对提高上市公司经营业绩具有重大意义，这一点是毋庸置疑的。通过收购，可以扩大企业经营规模，产生规模经济收益；企业生产资源的最佳组合可以提高劳动生产率；被收购公司可缩短学习时间，节约学习成本；可借助外力，增加企业市场占有率、提高市场竞争力；可以构建合理的股权结构和公司法人治理结构等。对于宝安集团而言，作为第一次股权运作的宝延事件除大大提高了宝安集团的市场关注度外，更为宝安集团带来了若干的实际利益。

其一，因为收购了延中，使宝安集团在最短时间内强大了自己的工业基础，缩短了工业上的投入周期，以至于形成后来以工业为基础的局面；其二，为后来的并购活动积累了经验；其三，延中每年可以为宝安集团提供稳定的经济效益；其四，在战略布局上使得地处深圳的宝安集团在上海也有了举足轻重的影响；其五，壮大了宝安集团的资产规模，通过控制权的杠杆效应，宝安集团能够以较少的投入控制较多的资产；其六，通过这次收购以及后来再减持延中的股票，宝安集团通过二级市场获得了比较可观的直接经济效益。

虽然限于当时的特定历史条件，宝安在收购延中的过程中不可避免地出现了一些违规情节，但总体上，正是因为有了这一次开创才有了后来中国证券市场上的多次并购风潮，才有了宝安集团后来的多次股权运作，所以当今天人们再提起宝延风波时，对于宝安这位始作俑者并没有太多的责备，反倒是肯定的成分更多一些。

第四，资本市场发展初期，上市公司对反收购问题认识淡薄

在宝延事件中，延中虽然进行了反收购的努力，但是均未成功。抵御收购可以通过经济手段、法律手段和政治手段等实现。经济手段包括寻找白衣骑士、毒丸战术、焦土战术、反向收购和适时修改公司章程等。法律手段主要是指诉讼策略，而政治手段则是寻求政府帮助，干预对方的收购行为。在延中的反收购备选方案中，经济和法律手段都曾被纳入过考虑范围。

从经济手段上看，延中也试图寻找白衣骑士对自己实施救援，但是因为时间紧迫，准备仓促，所以一时间无法物色到合适的人选。至于反向收购策略，延中实业虽然有静安区内和几家区外兄弟企业愿意出资，资助延中反向收购宝安的股票，但这些企业的资金实力也很薄弱，这些资助只能是杯水车薪。在银根收紧的情况下，资金始终是个大问题，即使反向收购成功又怎么办？如果把投资者拖住而自己得利，投资者一旦明白真相，一定会谴责这种行为，延中也不想把赚钱建立在老百姓受愚弄的基础上，跟宝安对抗是轻量级选手与重量级选手的交锋。事实上，延中提出的“声东击西”的方案倒是有一定的可行性，这应了“大鱼吃

小鱼，小鱼吃虾米”的道理。但是最终仍然是由于资金和时间问题，这种行动方案没有被实施。

从法律手段上看，虽然延中实业指出了宝安集团在收购过程中存在的一些法律漏洞，但是由于宝安集团以种种理由开脱而未能如愿。这也从一个侧面反映出当时我国证券市场相关法律、法规和规章制度方面存在的局限性。尽管最后证监会宣布宝安在收购延中的过程中存在违规行为，并处以100万元的罚款，但是100万元对于一家上市公司而言，简直就是九牛一毛，无足轻重，而且证监会最终判决宝安收购延中的股票有效。这种判决实际上是宣告了延中反收购法律手段的失败。

延中反收购失败的主要原因在于公司章程中没有反收购条款，一旦收购发生，采取措施已无能为力。这一方面说明了二级市场收购方式的灵活快速，另一方面也反映出我国证券市场形成初期，多数上市公司对收购和反收购，尤其是反收购问题认识的淡漠。

第7章 | 资本扩张方式(三): 战略联盟

实战技巧

什么是战略联盟呢?所谓战略联盟就是两个或两个以上的企业或跨国公司为了达到共同的战略目标而采取的相互合作、共担风险、共享利益的联合行动。有的观点认为战略联盟为巨型跨国公司采用,但这决不仅限于跨国公司,作为一种企业经营战略,它同样适用于小规模经营的企业。当然,由于产品的特点、行业的性质、竞争的程度、企业的目标和自身优势等因素的差异,企业间采取的战略联盟形式自然也呈现出多样性。如联合技术开发、合作生产与后勤供应、分销协议、合资经营等。一般地,战略联盟的形式主要有以下五个:

第一,合资。由两家或两家以上的企业共同出资、共担风险、共享收益而形成企业;是目前发展中国家尤其是亚非等地普遍的形式。合作各方将各自的优势资源投入到合资企业中,从而使其发挥单独一家企业所不能发挥的效益。

第二,研发协议。为了某种新产品或新技术,合作各方签订一个联发协议;汇集各方的优势,大大提高了成功的可能性,加快了开发速度,各方共担开发费用,降低了各方开发费用与风险。

第三,定牌生产。如果一方有知名品牌但生产力不足,另一方则有剩余生产能力,则另一方可以为对方定牌生产。一方可充分利用闲置生

产能力，谋取一定利益；对于拥有品牌的一方，还可以降低投资或购并所产生的风险。

第四，特许经营。通过特许的方式组成战略联盟，其中一方具有重要无形资产，可以与其他各方签署特许协议，允许其使用自身品牌、专利或专用技术，从而形成一种战略联盟。拥有方不仅可获取收益，并可利用规模优势加强无形资产的维护，受许可方当然利于扩大销售、谋取收益。

第五，相互持股。合作各方为加强相互联系而持有对方一定数量的股份；这种战略联盟中各方的关系相对更加紧密，而双方的人员、资产无须合并。

当然，中小企业要想真正地运作来资本经营，就必须正确地执行战略联盟的运作程序：

第一，挑选合适的联盟伙伴阶段

企业在联合与合作之前，首先要树立明确的战略目标，并据此来寻找或接受能帮助实现战略意图、弥补战略缺口的合作伙伴。这是一项艰巨的任务，它需要高级管理层了解双方在一定时间里的目的和战略。一个合适的联盟伙伴的基本条件是：能够带来本企业所渴望的技术、技能、知识、风险分担和进入新市场的机会等优势。还要注意，文化上相容、相似的企业比有较大文化差异的企业更适合成为本企业的合作伙伴。

第二，联盟的设计和谈判阶段

成功的联盟不仅是以交叉许可、联合开发、合资经营、股权共享等联盟方式为基础的初始合作协议，还包括对厂址选择、成本分摊、市场份额获得等通常的细节进行安排以及对知识创新、技术协同等方法进行设计。企业的高级管理层还应就联盟的共同目标与主要的中层经理和技术专家进行沟通。另外，由于联盟伙伴之间往往存在着既合作又竞争的双重关系，双方应对合作的具体过程和结果进行谨慎细心的谈判，摒弃偏见，求同存异，增强信任。

第三，联盟的实施和控制阶段

战略联盟的最终目的是通过联盟提高企业自身的竞争能力。联盟内

的企业应该把通过联盟向对方学习作为一项战略任务，最大限度地尽快将联盟的成果转化为我方的竞争优势。联盟往往需要双方进行双向信息流动，每个参加联盟的企业都应该贡献出必要的信息供对方分享，从而确保联盟的成功。同时企业要合理控制信息流动，保护自身的竞争优势，防止对方得到我方应予以保护的关键信息，做出有损我方的行为，因为联盟伙伴极有可能成为将来的主要竞争对手。

联盟伙伴的选择是建立企业战略联盟的基础和关键环节，慎重地选择合作对象是联盟顺利发展的前提条件。战略联盟伙伴的选择应从兼容性、能力和承诺三方面进行分析。这已被很多国际性战略联盟的成功实践所证实。

（一）兼容性

兼容是一个成功的联盟所必须具备的最重要的条件之一。进行合作的企业之间如果缺少兼容性，那么不管他们的业务关系在战略上多么重要，也不管他们多么有能力，都将很难经受时间的考验，也很难应付变化的市场和环境，因为他们首先要做到的事情是能够在一起工作。兼容性要求企业之间通过事先达成协议，建立互惠合作的关系，并使联盟内各成员在经营战略、经营方式、合作思路以及组织结构和管理方式等诸多方面保持一致，形成合作伙伴之间在战略和文化上的协同。寻找一个兼容的合作伙伴应做到以下几个方面：

（1）从企业现有的合作伙伴中寻找

寻找一个兼容的合作伙伴，最好的办法就是在已经与自己存在业务联系的客户中选择。从现有的客户中选择有如下好处：第一，以前相互往来的经历可以为两家公司能否友好相处提供有力的证据。第二，人际间的关系纽带已经建立。在通常的情况下，加强与一个已彼此了解的公司关系比与一个新公司建立关系要容易得多。第三，每个公司对对方的能力、商业理念和公司文化都有了一个比较清楚的看法。第四，合作双方对将要组建的联盟企业的业务都很熟悉。

（2）不应过分依赖一家公司

虽然从现有的关系中挑选联盟伙伴有好处，但在考虑联盟时也不要

对现有的合作伙伴过分依赖。由于与一个已有业务关系的公司发展合作关系可能更加方便且风险较小，一般公司可能不愿意花时间找一个新的合作伙伴。这样，它就把自己的视野限制在现存客户这个狭小的范围之内，从而可能丧失为特定业务找到最佳合作者的机会。这种情况还会导致另一种缺点，即一家公司本来在技术和能力上是最适宜的合作伙伴，但由于它是新公司，对它不熟悉而因此不选择它。公司找一家熟悉的公司，这家公司可能有充足的资源，但并不是最适宜的。此外，如果公司过分依赖一家公司，就可能失去个性，从而使这家公司吸引别的合作伙伴的机会大为减少。

(3) 硬件和软件因素的兼容测试

一家公司是否要扩展与另一家公司的合作关系或者同一家新伙伴开展合作主要取决于它与这一特定公司在各方面是否兼容。大部分公司都根据对方的硬件、软件因素及有形和无形特征来测试彼此的兼容性。如果联盟在经营战略、决策风格、处世哲学、管理结构和安全政策、健康与环境等方面具有兼容性，那么，联盟发生冲突的概率将大幅减少。

1) 在考察潜在的合作伙伴时要考虑一些重要的硬件因素，如公司在规模与能力上是否兼容，公司之间的战略、文化、组织管理、生产、销售、财务等方面是否兼容，以及公司的环境策略方面是否兼容。这些硬件因素是考察联盟伙伴必不可少的因素。

2) 与硬件因素相比，软件因素同等重要。如果有关人员不能友好相处，就算硬件因素很合适，联盟最终也会失败。公司文化是否融合，特别是双方高层管理人员和主管联盟企业的经理们是否能友好相处可以决定一个联盟的命运。在软件因素中，最重要的当属相互之间的信任。在联盟中的相互信任有巨大的价值。事实上，联盟中的很多抱怨和问题来自于嫉妒与误解，如果合作双方相互信任，他们就能超脱这些琐事并摆脱这些问题。

(二) 能力

随着企业间竞争的不断加剧，产品和技术的更新换代速度越来越快。企业仅仅依靠自身的力量和资源已经无法应付这种激烈的竞争局面，必

须借助合作伙伴等外部力量的支持。而合作伙伴必须具备一定的能力，使其能够弥补本企业的薄弱环节，只有这样才能建立互惠的关系。

大部分公司都要求他们的合作伙伴具有能够对联盟投入互补性资源的能力。联盟的组建者需要寻找能够帮助公司克服自身弱点的合作伙伴，因为这些弱点，极可能使他们未能达到自己的商业目标。

与兼容性需要严格测试一样，在公司与任何未来的合作伙伴进行进一步的接触之前，也要对对方的能力进行严格的测试，很多联盟的参与人员都建议成立一个专家小组来对每一个潜在的合作者进行能力测试。当然，这个小组的人员结构和它的调查范围主要取决于合作企业的性质与合作的范围。这个小组应该是多功能的，其成员应包括管理人员、财务、法律、税务等方面的专家。组建的专业小组应能对潜在的合作者进行全面、严格的测试。

（三）承诺

企业战略联盟各成员之间通过履行各自的承诺，建立稳固的合作伙伴关系。这种承诺体现在相互承担一定的义务和责任，以弥补联盟各成员在内部资源与经营目标方面的差距。对承诺意识的测试可以归纳为以下两点：

（1）联盟的业务是否属于合作对方的核心产品范围或核心业务范围

如果拟设立联盟的业务范围对合作者的主要业务来讲是微不足道的，那么合作者就很有可能不愿向合资企业投入必要的时间和资源，同时，在这种情况下，合作对象还有可能很容易退出联盟而使本企业处在一种进退两难的境地。然而，如果联盟涉及对方的主要业务或主要发展战略，这种风险便会大大减小。西门子公司在发展其计算机业务的早期与美国无线电公司组建战略联盟时就遇到了类似的问题。当时，西门子公司优先发展目标是电脑业务，并且单方面地相信它的合作伙伴也有同样的优先考虑，但当双方发现IBM是一个很难对付的竞争对手时（这一点是双方始料不及的），美国无线电公司就迅速决定放弃计算机主机市场和合资企业，这使西门子公司陷入了困境。由于美国无线电公司撤走了技术，西门子公司变得一无所有，不得不自己从头开始。

(2) 确定合作伙伴退出联盟的难度

联盟面临的危险之一就是合作一方把合作纳入他们的全球战略联盟，并且投入大量的资源和精力，而其合作伙伴却突然要求退出联盟，从而使自己陷入进退维谷的境地。所以，公司在最终决定组建联盟前，必须测试这种可能性有多大，测试对方退出联盟的困难程度。

在联盟对象的选择问题上，不要为了仅仅弥补自身的某些不足而结盟，否则从一开始就陷入被动的依赖关系中；也不要与试图通过结盟弥补自身弱点的企业结盟，联盟的基础是各方都应有特定优势，反映出联盟各成员优势相长、良性互动的内在要求。

在选定联盟伙伴以后，合作双方应着手进行联盟的谈判工作。由于联盟并非是一体化，合作伙伴之间仍保持着各自的相对独立地位，因而市场交易中得到的风险和机会主义行为也常常会带进联盟里面。从博弈理论来看，参与联盟的企业如果都追求自身成本最小化、利益最大化，结果会使联盟陷入“囚徒困境”。这样将直接影响企业联盟的绩效，甚至威胁到联盟关系的存续，导致联盟的解体。因此，联盟之间的谈判是至关重要的。当然，组建战略联盟一定要慎重选择合作伙伴，并建立合理的组织关系，合作各方加强沟通。

中小企业在实施战略联盟时，必须关注战略联盟的谈判原则，一般地，谈判原则有以下几个：

第一，带着战略思想参加谈判。要求公司在谈判前应确定参与联盟要达到的战略目标；在谈判期间，谈判人员要不断地根据战略目标审核联盟的可行性。

第二，知道自己和对手的讨价还价能力。谈判者只有充分了解双方在谈判桌上的讨价还价能力及各方的利益所在，才能够在谈判中进退自如。

第三，披露信息时不可忘乎所以。当和潜在伙伴谈判时，不要立即把公司的底牌都亮出来，在不能确定谈判是否会成功时，不要冒风险去披露太多的信息。谈判时必须永远警觉“伙伴”同你的关系可能只是到结束谈判时为止。

第四，共同撰写新闻发布资料。在谈判中期，应双方共同拟定有关联盟要达到的目标以及达到目标的方式的公报，以反映合作双方在合作目标上是否达成了共识。

第五，不要做出不能兑现的承诺。任何联盟谈判都会涉及对等的相互让步，承诺要视对方情况而定，不要要求太多，也不要做出超出实际能力的承诺。

第六，做好撤退的准备。如果谈判时矛盾已经形成，公司应该停止这场谈判。宁可达不成协议，也不要协议中含有本方不能接受的条款。

经典案例

2003年10月29日，是中国胶片产业应该铭记的一天。当晚6点，乐凯集团总经理杜昌焘与伊士曼柯达公司首席执行官邓凯达在北京正式签署了一个为期20年的合作协定。

时间距离乐凯和富士合资传闻仅3月有余，不同的是坐在签字桌上的不是当初合作传闻的主角富士，而是换上了手遮中国感光材料市场半边天的柯达。

乐凯柯达的合资事件顿时使乐凯成为2003年的新闻焦点。但是，面对在聚光灯下似乎更愿意选择沉默的乐凯，观察家却更愿意认为乐凯在2003年用它的真实感受为中国的民族工业做了一个深刻而耐人寻味的注脚。

对此，杜昌焘在接受媒体采访时明确表示了乐凯的底线：品牌、控股、经营权，一个也不放。

在乐凯富士的合资传闻中，虽然杜昌焘当时否认了合资的事实存在，但是他并不否认应该合资，他再次强调：“每个企业对外合资都要有自己的原则，乐凯也不例外：我的品牌，我控股，我的经营决策权。此次乐凯与柯达之所以能够修成正果，最主要的原因是满足各自的诉求。乐凯与柯达的合作协定的核心内容正如公告的那样，柯达将以1亿美元的现金和其它资产换取乐凯胶片股份有限公司20%的股份，并长期向乐凯提供

技术支持及设备提升、转让和培训。乐凯将为使用柯达的某些技术向柯达支付费用，并为柯达拥有的股份支付股息。但来自有关方面的一个消息说，20%股权转让将分两次进行，第一次13%，第二次7%。

一位业内人士当时就分析：“柯达的账算得很清楚，现在投入一亿美元，牵手乐凯是非常合算的，这是因为如果将来与乐凯和富士结成的联盟进行竞争，届时将会付出更大的投入。”

事实上从国内感光材料市场的现状而言，这种分析的确有一定道理。柯达在中国胶卷业的市场份额约占50%至60%，富士约为15%至20%，乐凯则更少些。但如果后两者联手，那么一定会成为柯达最强劲的对手，从这一角度而言，柯达付出再高的代价也愿意，为的就是对付富士这个柯达在中国最强的对手。

仅是柯达有意，没有乐凯的回心转意也是不行的。尽管杜昌焘言语含糊，但他在回答人们最为关心的“乐凯为什么最终选择了柯达而不是富士”时还是直言，选择柯达是因为柯达满足了乐凯最重要的三个条件——乐凯控股、使用乐凯品牌、乐凯拥有经营决策权。看来，在底线问题上，乐凯的确没有做出任何的让步。

杜昌焘在2001年10月表示，乐凯当时刚刚成立了数码影像分公司，已经从最初的数码耗材的生产转变为走“贸工技”一体化的路子。

杜昌焘说，柯达、富士最近几年在数码这一领域投入了几十亿美元，申请了大量专利，而乐凯才刚刚起步，重复别人的路是行不通的。对于这一领域，乐凯的战略是以贸为首，像联想那样，先做这块生意，在做生意的同时掌握这项技术，然后扩大这块市场，而不是自己从头进行研发和生产，有可能贴牌生产数码相机。在这个领域，乐凯肯定要寻找合作合资伙伴。

杜昌焘认为，如今在传统银盐和数码技术方面有很大的结合点，在共同发展上有一个很大的空间，不是谁取代谁的问题。数码与银盐是怎样一种结合，有待证实。经济发展有自己的规律，不是人为想象和炒作就可以达到效果的。他说，目前乐凯在数码上的投入比银盐要多。

乐凯进军数码，被认为是与柯达合作的必走之路，这是因为乐凯与

柯达合作的一个重要目的就是要引进技术。正如乐凯胶片集团对外事务部张固所言，总之先把别人的技术学过来再说。根据双方协议内容，柯达公司将长期向乐凯提供技术支持及设备提升、转让和培训。作为协议的一部分，柯达以4500万美元现金出资和提供一套用于彩色产品生产的乳剂生产线和相关的生产技术；柯达公司向乐凯无偿提供2500万美元资金支持，对乐凯胶片股份有限公司现有涂布生产线进行质量提升。

于是，类似“在数码业务方面，国外公司可能犯了战略性错误，在给他人做嫁衣”、“乐凯要靠资本运作才能实现高速增长”的说法开始不绝于耳。而柯达有意无意间却为乐凯实现“从最初的数码耗材的生产转变为走‘贸工技’一体化路子”的战略送上了最及时的支持。

在乐凯柯达合资的新闻发布会上，杜昌焘注定没法逃开关于“乐凯还是不是民族产业的旗手”的追问。对此，杜昌焘表示，他是军人出身，而他的做事风格就是像打仗，他和乐凯都是高举民族大旗的旗手。但在2003年10月29日下午，现场的记者都找不到乐凯集团总经理、乐凯股份公司董事长杜昌焘了。当乐凯和柯达合资的新闻发布会结束后，杜昌焘一下子就不见了。

“如果媒体还是把你当作民族产业的一个旗手，能说现在这个旗手倒下了吗？”终于有记者在电梯门口赶上了杜昌焘。杜昌焘转过身来，挥着手说，“我不是旗手，我只是一个战士！”话音未落，电梯的门缓缓关上了。但是，就是这个简单而复杂的回答，让人感觉到了杜昌焘和乐凯的成熟。因为正是乐凯在一直高举民族工业的大旗，而乐凯也更愿意认为正是因为自己的存在，柯达富士两大跨国巨头才有所顾忌，彩色胶卷在中国的价格才远远低于发达国家甚至发展中国家。在柯达和中国政府达成全行业合作的“98协议”的背景下，乐凯“保留品牌、保持控股、保证经营”的三大底线更是难能可贵、不仅赢得了舆论的支持而且获得了实实在在的财政资助。

有观察家指出：“乐凯的合资最打动我们的不是柯达的高价，也不是乐凯的坚持，而是乐凯的员工心态。”大家没有忘记，在面对记者的提问，乐凯年轻的女员工引用了电视剧《武则天》的精彩片断，“不论谁

做皇帝，都要让老百姓吃饱饭，过上好日子”，这表明乐凯的新生代的心态已经突破了原有的种种束缚和情结。

观察家澄清了究竟什么是民族工业。他指出，民族工业实际上是有特定历史含义的，指的是近代殖民地半殖民地国家针对宗主国的垂直分工而独立发展的工业，就像我们提到和民族工业含义相近的民族资本这个概念时，对照比较的是特定的官僚资本和买办资本一样，而当今世界，任何一国的工业定位和发展都离不开世界经济全球化这个总格局和大环境，根本就不存在独立于全球产业之外的传统意义上的民族工业。无论如何，乐凯的合资是一个晚到的合资，也是一个成功的合资。而杜昌焱和乐凯则用自己的亲身经历为民族工业做了一个真正的注脚。

案例评析

2003年柯达与乐凯的合作多少有些意外，是因为富士一直以来是这场合资的游戏主角。那么为什么最终乐凯选择了柯达呢？乐凯与柯达的合资给我们带来了什么启示呢？下文将就以上的问题从战略联盟的角度做出分析。

第一，乐凯的定位。企业的定位，是一个企业对自己的认识，它决定了企业采取的战略和发展方向。乐凯对自己的定位一直以来是中国感光材料工业的民族品牌。在1998年柯达与中国政府签订感光材料全行业合资协议即业内称之为“98协议”里，乐凯成为惟一个未被柯达染指的企业。而其他6家企业的命运是：厦门福达、汕头公元、无锡阿尔梅与柯达合资，上海、天津、辽宁的3家企业由柯达给予经济补偿，我国承诺在合资公司3年基建期内不与其他外商合资合作。业内人士认为，因为感光材料领域关系到国家安全，属于高度敏感性产品，客观上要求必须是国家控股。因此作为硕果仅存的民族品牌，乐凯被赋予了超出企业存在目标之外的东西。正是公司的这种使命与定位，决定了乐凯以后的发展方向。

从胶卷市场看，柯达一枝独秀，富士近年来则因“98协议”及涉嫌

走私等因素渐渐一蹶不振，而乐凯限于资金、技术、品牌、管理等方面的不足一直难以拉近与柯达、富士间存在的差距。基于乐凯对自身的定位，只能以低价和生产专用胶片来维系国内市场三角竞争格局。而支撑三足鼎立局面对乐凯而言并不是件容易的事。虽然乐凯主导产品彩色胶卷、彩色相纸、电影胶片的国内市场占有率曾一度达到了24%、20%和35%。但是这两年，乐凯主营业务下滑很快。2000年利润是2.1亿元，2001年是1.39亿元，2002年是1.24亿元。连年经营业绩的滑坡，使乐凯举步维艰。分析出现这种状况的原因正是乐凯所采取的战略所致。为了苦苦支撑民族品牌的大旗，乐凯采取了成本领先的战略，而低成本领先战略的最直接的目的便是价格战。靠着低价格和民族品牌的定位，乐凯在国内的市场取得了一定的市场份额，但是价格竞争直接导致了乐凯的利润连年的下滑，反过来较低的盈利水平，也就无力支撑乐凯的可持续发展。因此提高乐凯的盈利水平，就成了当务之急。进行战略的转型，已经成了乐凯的必然的选择。我们知道，在迈克尔·波特提出的三种基本战略中，低成本是每个企业应该追求的战略之一，然而低成本竞争的直接的结果，就是导致同质化，导致利润水平的下降。只有差异化才会有效益。所以采取差异化的战略，似乎成了乐凯的必然选择。然而乐凯靠什么来支撑它的差异化战略呢？无论是资金、技术、品牌还是管理似乎都无法支撑差异化战略，靠民族品牌的定位似乎也难以长久。在这样的背景下，合资变成了乐凯的最好的选择。鉴于乐凯的定位与使命，乐凯在合资之初就确定了三项原则：乐凯控股，使用乐凯品牌，乐凯拥有经营决策权。而它之所以最后选择柯达作为合资对象，是因为在乐凯与柯达、富士的多年谈判中，最终是柯达满足了上述条件。乐凯此次与柯达合资，柯达承诺在获得乐凯胶片股份有限公司20%的股份后，不吸纳市场流通股。柯达做出这一承诺，保证了乐凯集团对乐凯胶片的控股地位。乐凯希望，在双方20年的合作期内，乐凯能实现由中国的民族品牌向国际品牌跃升，“生产出世界级的彩色产品”。

第二，乐凯在与柯达的战略联盟中得到了什么。乐凯与柯达的战略联盟是以资本为纽带，通过技术和管理的合作形成的。这也是通常的战

略联盟的形式。在乐凯与柯达的战略联盟中，乐凯称双方的合作是相互选择的结果，是一种双赢。乐凯在坚持合资原则的基础上还得到了超出人们预料资金，还有技术及培训等。同时，柯达通过合资进一步稳固了其在中国市场的地位，更进一步打击了中国市场的主要竞争对手富士。并且双方可以互相利用对方的销售渠道，乐凯更是可以充分利用柯达的销售网络，实现其国际化品牌的梦想。根据上面对战略联盟的定义，乐凯从这次合资中得到的绝对不只是资金，甚至可以说资金并不是最重要的。重要的是乐凯得到了一个在技术和管理方面全面提高自己的机会。乐凯现在要做的就是将能看得到的机会转化为现实。在这一点上，乐凯必须制定自己的计划，与柯达就技术、管理充分地进行沟通，不断地学习先进的技术与管理，从而不断地提高乐凯的技术水平与管理水平，打造乐凯的核心竞争力，提高乐凯的盈利水平，为实施差异化战略寻找新的支点。通常的做法是双方组成交流的团队，就乐凯急需提高的一些方面进行交流，说是交流实际上应该是乐凯向柯达学习。并且乐凯要切实将学到的东西结合到自己的管理实践中去，这样才能真正地取得战略合作的利益。

第三，乐凯的战略联盟是否能实现既定的战略规划。战略一定要与企业的目标和定位相一致，才可以让战略为公司的目标和定位服务。乐凯2001年公布实施了《中国乐凯胶片集团公司2001~2010年发展战略》。在该战略中，以“载录时代信息，服务现代生活”为使命的乐凯，提出了自己即为“国际知名的图像信息业跨国公司”的远景目标，并为达到这个目标规划了自己的三次飞跃：2001~2003年在传统的感光材料领域实现“三分天下有其一”，同时积极介入数字成像服务领域；2004~2006年进一步提高传统银盐感光材料产品的国内市场份额，重点发展数码相机与数字成像服务产业；2007~2010年开发先进的数字化终端设备，重点开展国际化经营，占领国际市场。从上面的战略规划来看，乐凯已经实现了第一次飞跃，在传统的感光领域成了平衡柯达与富士的重要力量。并且乐凯选择柯达，除了柯达满足了乐凯的三项合资原则外，更因为目前柯达在中国市场的地位远远的超过了富士，乐凯不可能舍弃强者，去

选择一个弱者。乐凯与柯达合资似乎是必然的选择。但是从乐凯制定的后面两次飞跃来看，乐凯选择柯达似乎也有些不妥。目前，中国市场的状况是，虽然数码相机销售市场呈逐年倍增的趋势，但传统相机和传统胶卷在国内依然有很大潜力。正是看到了这一点，富士对自己的战略做出了调整，富士将立足于发展具有尖端技术强势，可同时满足数码照片以及传统照片冲印需求的数码影像服务。而数码业务恰恰是柯达的弱项，尽管柯达在中国市场步步领先，但由于在数码业务的发展落后于富士。在目前的市场领域里，乐凯选择了一个强者作为合资的伙伴无疑会增强在现有市场的实力；但是就长远的发展来看，在未来的市场领域里，乐凯无疑要面对一个更强劲的对手——富士。因为乐凯未来选择进入的领域正好是现在富士占优势的领域。好在乐凯在未来的市场领域不是孤军奋战。所以乐凯对于自己的发展战略规划必须认真地进行审视和研究，适时地做出调整。

第四，乐凯与柯达建立战略联盟的启示。柯达与乐凯的合资绝不是简单地建立了一个战略联盟。它对于我国民族工业的发展以及国有企业的改革都有深远的意义。

第8章 | 收回手握紧拳头是为了下一次出击 ——资本收缩方式：总论

实战技巧

什么是资本收缩呢？所谓资本收缩是指将所控制资产转移给可以对其进行更有利管理的所有者，是指收缩对原有资产的控制权，而不是指资本规模的缩减，是企业把自己拥有的一部分资产、子公司、内部某一部门或分支机构转移到公司之外，从而缩小公司的规模。它是对公司总规模或主营业务范围而进行的重组，其根本目的是为了追求企业价值最大以及提高企业的运行效率。资本收缩是对资本扩张风险显化时的一种补救措施，一般出现在资本扩张无法实现的领域，是为下一步的资本扩张做准备。

资本收缩运营是扩张性资本经营的逆操作，其主要实现形式有：

第一，资产剥离

资产剥离是指把企业所属的一部分不适合企业发展战略目标的资产出售给第三方，这些资产可以是固定资产、流动资产，也可以是整个子公司或分公司。资产剥离主要适用于以下几种情况：

- (1) 不良资产的存在恶化了公司财务状况；
- (2) 某些资产明显干扰了其他业务组合的运行；
- (3) 行业竞争激烈，公司急需收缩产业战线。

第二，公司分立

公司分立是指公司将其拥有的某一子公司的全部股份，按比例分配给母公司的股东，从而在法律和组织上将子公司的经营从母公司的经营中分离出去。通过这种资本经营方式，形成一个与母公司有着相同股东和股权结构的新公司。在分立过程中，不存在股权和控制权向第三方转移的情况，母公司的价值实际上没有改变，但子公司却有机会单独面对市场，有了自己的独立的价值判断。公司分立通常可分为标准式分立、换股式分立和解散式分立。

第三，分拆上市

分拆上市是指一个母公司通过将其在子公司中所拥有的股份，按比例分配给现有母公司的股东，从而在法律上和组织上将子公司的经营从母公司的经营中分离出去。

分拆上市有广义和狭义之分，广义的分拆包括已上市公司或者未上市公司将部分业务从母公司独立出来单独上市；狭义的分拆指的是已上市公司将其部分业务或者某个子公司独立出来，另行公开招股上市。分拆上市后，原母公司的股东虽然在持股比例和绝对持股数量上没有任何变化，但是可以按照持股比例享有被投资企业的净利润分成，而且最为重要的是，子公司分拆上市成功后，母公司将获得超额的投资收益。

第四，股份回购

股份回购是指股份有限公司通过一定途径购买本公司发行在外的股份，适时、合理地进行股本收缩的内部资产重组行为。通过股份回购，股份有限公司达到缩小股本规模或改变资本结构的目的。股份公司进行股份回购，一般基于以下原因：

- 一是保持公司的控制权；
- 二是提高股票市价，改善公司形象；
- 三是提高股票内在价值；
- 四是保证公司高级管理人员认股制度的实施；
- 五是改善公司资本结构。

股份回购与股份扩张一样，都是股份公司在公司发展的不同阶段和

不同环境下采取的经营战略。因此，股份回购取决于股份公司对自身经营环境的判断。一般来说，一个处于成熟或衰退期的、已超过一定的规模经营要求的公司，可以选择股份回购的方式收缩经营战线或转移投资重点，开辟新的利润增长点。

经典案例

北京同仁堂科技发展股份有限公司（以下简称同仁堂科技）是由北京同仁堂股份有限公司（以下简称同仁堂）将其所属的同仁堂制药二厂、同仁堂中药提炼厂、进出口分公司和研发中心四部分进行投资，联合中国北京同仁堂（集团）公司和六位自然人（即赵丙贤、殷顺海、田大方、王兆奇、梅群、田瑞华）共同发起设立的股份有限公司。2000年2月14日，同仁堂科技在北京市工商行政管理局办理了名称预先核准登记，领取了北京市工商行政管理局核发的（京）企名核内字〔2000〕第10157614号《企业名称预先核准通知书》。2000年2月22日，北京同仁堂股份有限公司临时股东大会通过了设立同仁堂科技的议案。2000年3月9日北京市人民政府以京政函〔2000〕17号文批准设立同仁堂科技。2000年3月9日，北京同仁堂科技发展股份有限公司召开创立大会暨第一次股东大会。

2000年3月22日，同仁堂科技在北京市工商行政管理局登记注册，领取了注册号为100001124466（2-2）的《企业法人营业执照》。

2000年3月9日，同仁堂科技召开了创立大会暨首次股东大会。会议通过了设立北京同仁堂科技发展股份有限公司和公司转为社会募集公司、申请在香港创业板公开发行上市股份的决议，并授权同仁堂科技董事会积极争取申请到香港发行股票并在香港创业板上市的各项报批、招股、推介、融资、上市等事宜。同仁堂科技股东大会已依法定程序做出了批准本次发行及上市的决议。同仁堂科技发行及上市的申请于2000年6月19日取得中国证券监督管理委员会《关于同意北京同仁堂科技发展股份有限公司发行境外上市外资股的批复》，文号为证监发行字〔2000〕78号。

2000年10月31日，同仁堂科技在香港联交所创业板挂牌交易，发行价3.28港元，首日开盘价4.00港元，下午以4.30港元报收，全日最高价5.20港元，最低价4.00港元，当天成交量2771.5万股，成交金额12455.2万港元。同仁堂科技此次在港发行H股7280万股（不含超额认购部分，股票面值1.00元人民币，每股发行价3.28港元，集资23878万元港币（不含超额认购部分），获二十多倍超额认购。交易首日以4.30港元报收，比其招股价高出近三成，升幅高达31%。这是一次非常成功的上市。同仁堂科技设立时发起人认购的同仁堂科技的全部股份为11000万股，公开发行（H股）前同仁堂A股持有同仁堂科技90.9%的股份，公开发行后同仁堂A股持有同仁堂科技54.7%的股份。本案例为国内上市公司将其资产分拆并在境外上市的首案（再融资案），形成了被日后业内人士所津津乐道的“同仁堂模式”。同仁堂分拆上市是中国资本市场寻找新的融资渠道的探索，不管是从国际国内市场还是从同仁堂本身的发展来看，都是有很深的原因的。

近年来，海外上市是许多企业的梦想和追逐的目标。而对于有331年历史的中药第一品牌同仁堂来说，更有其独特的优势和意义。在海外许多地区，同仁堂就是中药，中药就是同仁堂。只以这三个字，同仁堂在海外就拥有了多家大型药店的股份。然而，传统的中药急需走现代化、国际化道路。目前，我国中药的国际市场占有率不足5%，被日本、韩国的“汉方药”挤得难以立足。要改变这种被动处境，利用海外的资本和科技优势，以现代化中药进军国际医药主流市场是一条被广泛认同的道路，而从历史上来看香港就是中药海外流通的集散地。

从同仁堂自身来讲，同仁堂有世界级的品牌和成为世界级企业的实力，但却不具备世界级企业的规模和现实资质，即使按照中国的标准来看，迄今仍然不过是一家中型企业而已。如果不换一种思路，同仁堂无疑仍将继续维持目前这种缓慢但是稳健的增长势头，不过即使是在国内市场恐怕也难有突破，而市场是不会等人的。国内市场已经开始成为国内外医药公司寸土必争的主要角斗场，而在中国制药企业本来应占绝对优势的海外中药市场上，经过日本和韩国商人稍加改头换面的所谓“汉

方药”却反客为主，在市场上规模也越来越大，但由于中医药独特的机理和西方的科学理论完全是两套不同的解释系统，难以用符合“国际规范”的“科学标准”来进行定量的阐述，也就一直得不到将信将疑的西方主流社会的认同和接纳。据统计，全球植物药年贸易额约150亿美元，而中国的中成药只占其中的3%~5%。中医药若能成功实现现代化、国际化和市场化，将带来相当可观的商业机会，同仁堂则抓住了它。面对激烈的市场竞争，同仁堂必须的选择就是将优秀的传统中药打入国际医药主流市场。

1999年，同仁堂举起海外上市的大旗，并将之视为海外战略中最关键的一步。国际中药市场每年有200亿美元的需求量，如果一个企业能在这个市场中占10%的份额，那就是相当于160多亿元人民币的销售额。而国际中药市场的现状是，日本和韩国改良后的“汉方药”占了85%以上的市场份额，而发原地的中国在这个市场上只占了很小的份额，而且多为低附加值的原料药。根据同仁堂股份2000年3月20日公布的2000年年报，其全年主营收入是10 24亿元人民币，如果真能达到160多亿的收入，同仁堂的业绩将会增长16倍。不论是从企业自身发展还是迫于出口创汇的压力，同仁堂进军海外市场是企业的重要目标。

同时，同仁堂方面和各方中介机构都对同仁堂在海外上市后的情况抱有极大期望，同仁堂在国内上市三年，经济效益稳步提升。据2000年中报披露，其上半年公司销售收入完成5亿元，同时增长25 25%；主营业务利润完成2 3亿元，同比增长27 57%。其中重点产品销售增长迅速，如同仁乌鸡白凤丸系列产品销售同比增长82 41%；国公酒销售同比增长1.29%；牛黄清心丸销售更是增长116 59%。公司预计同仁乌鸡白凤丸和国公酒的全年销售收入可超亿元。同仁堂股份公司募集资金投资计划已完成2/3。其中投资于同仁堂制药二厂的三个项目已经完成，包括新产品新剂型车间改造、提取生产线技术改造和颗粒车间改造项目。这些项目的完工，为同仁堂科技上市之后的业绩增长提供了最基本的技术保障。

由此也不难看出，三年来借助于来自资本市场的资金支持，得益于企业机制、经营理念和运作模式的更新，同仁堂不仅具备了组建同仁堂

科技的实力，而且可望由同仁堂科技在香港创业板的上市，赢得新的辉煌。

当时，在国内，许多A股上市公司都有分拆部分资产和业务，到国内外证券市场再上市的计划，其间不乏大量艰苦的筹备工作。之所以有这么高的积极性，当然是因为分拆上市能够给公司带来许多特别的好处。首先，分拆上市一旦成功，公司就能够获得一笔巨大的投资收益；其次是开辟了一个新的融资窗口；再者公司还可以通过发起人股、认股权等方式，为A股公司有关高管人员、核心技术人员建立一套有效的激励机制。一家著名的上市公司就曾公开提出，要通过分拆上市在几年内造就一批百万富翁、千万富翁。同仁堂分拆上市将为国内公司运营带来新的思路。基于这种国内外的大环境的影响，同仁堂科技应运而生。

案例评析

分拆上市一旦完成，不仅给已上市公司带来一块巨大的可以变现的投资收益，而且会对已上市公司向现代化、国际化大企业转型产生重大影响。2000年10月31日，北京同仁堂股份有限公司（简称“同仁堂”）的控股子公司北京同仁堂科技发展股份有限公司（简称“同仁堂科技”）在香港联交所创业板挂牌交易，发行价3.28港元，上市第一天开盘价4.00港元，最高5.20港元，收盘4.30港元，升幅高达31%。我们知道，在国际资本市场，上市第一天涨幅超过发行价10%-20%，就是一次成功的上市。

同仁堂是中国资本市场1000多家上市公司中第一家成功实现分拆上市的A股公司。这次分拆是同仁堂A股的一次重大制度创新，也是中国资本市场的一次重大制度创新。分拆上市是指已上市公司剥离出一部分资产和业务，组建或改制成股份有限公司，再到国内外资本市场上市的一种资本经营行为，和兼并、收购、重组、股改及上市等其他资本经营一样，是企业获得超常规发展的重要途径。这种资本经营行为有两个显著特征：

(1) 分拆主体是一家已经在资本市场挂牌交易的上市公司；

(2) 剥离出来的资产和业务是分拆出来的股份有限公司惟一的非现金资产和业务，其他股东都是以现金出资，分拆主体是分拆出来的股份有限公司的控股股东。

为什么说同仁堂是分拆上市呢？第一，同仁堂科技的非现金资产与业务都是从同仁堂A股分拆出来的；第二，公开发行前同仁堂A股持有同仁堂科技90.9%的股份，公开发行后同仁堂A股持有同仁堂科技54.7%的股份。分拆上市的好处很明显。

以“同仁堂模式”为例：分拆上市一旦完成，将给A股公司带来一块巨大的可以变现的投资收益。同仁堂A股当初仅仅投入同仁堂科技1亿元人民币的资产和业务，每股面值1元，折合1亿股。经过半年多的资本经营，按上市首日收盘价计算，同仁堂A股所持有的1亿股同仁堂科技股票已身价倍增至4.73亿元的市值，这是香港资本市场给出的公允价格。同仁堂A股总股本2.4亿，流通股6000万，1999年每股收益0.58元。也就是说，此举为同仁堂A股带来每股高达1.55元投资收益，即 $(4.73-1) \div 2.4 = 1.55$ 。同仁堂A股所得到的并不仅仅是3.73亿元的财富，更重要的是相伴而来的同仁堂从中国走向世界所需要的经验、资源和渠道。

目前，李嘉诚的和记黄埔已成为同仁堂科技的第二大股东、最为重要的战略投资者，将对同仁堂科技的发展起到重大的推动作用。假如A股公司继续单独运作这部分资产和业务，虽然可以享有100%的权益，但其成长性在现有格局下不可能有很大变化，也就是目前每年25%左右的增长率。有了和记黄埔等国际战略投资者的加盟，强强联合，优势互补，54.7%股权所获得的收益将要远远超过100%控制所获收益，因为在新的格局下，同仁堂科技的增长率将数倍于25%。事实上，同仁堂科技的高速增长必将对同仁堂A股向现代化、国际化大企业转型产生重大影响，这是同仁堂A股持续高速增长最需要的，其价值是金钱所无法衡量的。

第9章 | 资本收缩方式（一）：股份回购

实战技巧

从资本经营的角度来看，上市公司有资本扩张与资本收缩两种战略发展方式，收购、兼并、增发属于资本扩张，而回购、分拆则属于资本收缩。股份回购是指公司利用盈余所得后的积累资金将已发行在外的股票以一定价格购买回来，或作为库藏股，或进行注销的一种方法。这在西方国家比较成熟的资本市场上其实是最常见的现象，被视为上市公司正常的经营手段。一般认为，上市公司回购股份可以减少发行在外的股票数量和每股净收益的计算基数，导致公司股份总数的减少，但这并不影响公司的净资产值和股东权益值，因此在公司经营情况不变的条件下，公司的每股收益、净资产收益率、资产负债率将会有所提高，对投资者的吸引力增强，从而促使股票在二级市场上的价格大幅上扬。其作用有如下几个：

第一，调整股权结构

通过股票回购，可以调整股权结构。股票回购不仅仅为股东提供可选择的机会，也为公司提供选择的机会，公司通过有目的有方向地回购某些股东的股票，降低了这些股东所占的股份，在其他股东的股份不变的情况下，改变了股权结构，改变了股东对公司的影响力度。

第二，调整资本结构

如果公司的资产负债率较低，通过股票回购可以调整资本结构，提高资产负债率，利用财务杠杆，增强公司的未来盈利能力。如果企业通过诸如发行债券，以举债方式筹集资金回购股票的话，则降低了所有者权益，提高了负债总额，利用财务杠杆的效果更加明显。

第三，提高公司价值

当股票价值被市场严重低估时，股票回购可能增加公司价值。公司宣布回购股票常会被理解为公司向市场传递其认为自己股票被市场低估的信息，市场经常会做出积极反应。

第四，实施反收购

股份回购是实施反收购策略的有力武器。股份回购在西方发达国家被运用得比较普遍，它是西方成熟资本市场上实施反收购策略的重要工具和常规武器。

第五，利于员工持股

股份回购有利于建立员工持股制度和股票期权制度。在国外公司中员工持股特别是管理层持股是非常普遍的现象。当存在“库存股”制度时，公司可以从股东手里购回本公司并将其交给职工持股会管理或直接作为“股票期权”以奖励公司的管理人员，这有利于增强公司内部的凝聚力和向心力，形成有效的激励和约束机制。

当然，在西方成熟的资本市场上，股份回购更多的是作为一种派发现金股利的替代政策或防止敌意收购者的策略工具，但就我国目前的市场发展程度而言，利用股份收购来优化资本结构的做法可能更具有实际操作意义。由于历史遗留问题和股票长期计划额度管理的原因，我国现行上市公司的股本结构很少是按照股权结构最优化原则来设计的，普遍存在着国家股、国有法人股占绝对控股地位的现象，国家股、国有法人股在上市公司总股本中的比重过大、股权结构不合理以及这些公股难以上市流通一直是困扰上市公司的最大难题。因此，作为中小企业来说，就必须注意股份回购的方式和程序。

（一）股份回购的方式

第一，公开市场回购

公开市场回购是指公司在股票的公开交易市场上回购股票。这种方法操作简便，缺点是在公开市场购买时会推高股价，从而增加回购成本，另外，交易税和交易佣金也是不可忽视的成本。

第二，要约回购

要约回购是指公司以一事先确定的价格向市场要约回购股票。为吸引卖者，要约价格一般会定得略高于市价，回购成本较高。如果愿意出售的股票多于要约数量，公司按一定的配股比例向股东配购。

第三，协议回购

协议回购是指公司根据股权协议转让价购回主要股东部分股票。当公司欲从一个或几个主要股东手中回购股票时，一般会采用这种方式。但这种交易需要制定合理的回购价格，上海申能股份公司和云天化股份公司回购国有股均属协议回购。

（二）股份回购的程序

由于回购的股份会给公司股东和债权人的利益带来较大的影响，因此按我国现行法律规定，无论是减少公司注册资本的回购还是与持有本公司股份的其他公司合并的回购，都应在经有2/3以上的股东知情的情况下做出决定。另外，无论是为减少注册资本还是为合并而实施的回购，都应对公司债务做出适当的安排后才能进行。我国《上市公司章程指引》第170条对公司合并的程序做了明确的规定：

- （1）董事会拟订合并方案；
- （2）股东大会在全体出席股东知情的情况下做出决议；
- （3）各方当事人签订合并合同；
- （4）依法办理有关审批手续；
- （5）处理债权债务的合并事宜；
- （6）办理变更登记。

因此，我国上市公司尝试股份回购，一方面要积极拓宽回购的融资渠道，通过债权、配股等方法多方面筹集资金，只要回购有利于维护股东的权益，有利于企业价值的体现，应该说比某些盲目性的投资项目更会得到债权人和股东的肯定；另一方面对非流通的国有股和法人股的回

购，支付方式可以多样化，包括现金、实物折价、无形资产折价等多种形式，这是因为国有股和法人股在发起成立股份公司时大都是由实物资产折股而成，其中的部分资产质量不佳，常常是上市公司效益低下的重要原因。如果上市公司考虑将这部分不良资产折价支付给原来的所有者，既可以提高公司的整体质量，另一方面可以减少企业的现金流出，在相当程度上缓解企业的资金压力，这种形式实际上相当于股份公司资产的二次剥离。对上市公司而言，既剥离了不良资产又培育了新的利润增长点，在没有降低企业债务偿还能力和投资能力的情况下，还限制了大股东以减资为名行套现之实的做法，保障了中小投资者的利益。当然，企业在运用股份回购策略的过程中还需要注意几点：

第一，对上市公司的股份回购，各国规定不一。日本、香港、新加坡等地禁止，英、美、加拿大和一些欧洲国家在附带条件下则是准许的。中国《公司法》第149条第1款规定：禁止公司收购本公司的股票，但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外。针对股份回购的做法，收购方往往向证券管理部门或法院控告它违反证券交易法。

第二，股份回购与红利分发哪个更有利，主要取决于公司处于何种纳税部位。如果满足下列条件，股份回购是有利的，否则，分发红利更有利。其条件是： $T > g(1-b)$ ，其中 T 是边际所得税率， g 是资本收益税率， b 是基本所得税率。假定资产所得税率为30%，基本所得税率亦为30%，那么当边际所得税率高于51%时，股份回购对股东有利。

第三，回购股份在实战中是作为辅助战术来实施的。如果单纯通过股份回购来达到反收购的效果，则会使目标公司库存股票过多，一方面不利于公司筹资，另一方面也会影响公司资金的流动性。目标公司财务状况是制约这一手段的最大因素。

第四，绿色勒索者或收购狙击手往往佯攻逼迫目标公司溢价回购自身股份，以此套取可观收益。所谓绿色勒索，其基本内容是：目标公司同意以高于市价或袭击者当初买入价的一定价格买回袭击者手持的目标公司股票，袭击者因此而获得价差收益。同时，袭击者签署承诺，保证

它或它的关联公司在一定期间内不再收购目标公司，即所谓的“停止协议”。

经典案例

丽珠集团（000513）公告称，截至2009年1月31日，公司累计回购B股数量为2717520股，占公司总股本的比例为0.8880%，购买的最高价为港币9.35元/股，最低价为港币8.38元/股，支付总金额约为港币2443.10万元（含税费）。

2008年12月5日，丽珠集团首次实施了回购部分B股方案，成为首家回购B股的公司。依照方案，公司拟动用最多1.6亿港元资金，以16.00港元/股的最高回购价格回购B股，回购期限为自回购报告书公告之日起12个月。

而“A股回购第一家”天音控股（000829）同日发布公告称，截至2009年1月31日，公司第二期回购股份总数为0股，支付回购资金金额为0元。

根据公司2008年12月3日公告的回购报告书，公司将分两批回购不超过2000万股公众流通股：第一期是股东大会决议生效日起1个月内（2008年11月18日-12月17日）拟回购不超过1000万股；第二期由股东大会授权董事会在半年内根据市场情况回购不超过1000万股。公司第二期回购期限为股东大会决议生效日之日起6个月内进行，即到2009年5月17日止。

公司曾于2008年12月18日公告称，截至2008年12月17日，公司在二级市场上首期回购3588900股，占公司总股本的0.378%，购买的最高价为3.49元/股，购买的最低价为3.36元/股，支付总金额为12416326元（含印花税、佣金）。2009年2月2日，公司股价收于3.6元/股，高于回购上限3.5元/股。

公布方案之后，丽珠B股股价上涨，从12港元最高上涨到15.17港元。

2008年6月5日，丽珠集团公告，拟通过深圳证券交易所集中竞价交易方式回购丽珠B股，在回购资金总额不超过1.6亿港元，回购价格不超过16港元/股的前提下，拟回购B股1000万股，占公司已发行B股股份和总股份的8.18%和3.27%。

公司公告称：回购的目的是“增强公众投资者对公司的信心，并进一步提升公司价值，实现股东利益最大化”。回购的直接动因是因为丽珠B股股价持续下跌，已接近每股净资产，公司认为股价被严重低估。

公布方案之后，丽珠B股（200513）股价上涨，从12港元最高上涨到15.17港元。

表9-1 丽珠B回购前估值对比

2008-4-2	丽珠集团（000513）	丽珠 B（200513）
股价（元）	21.02	11.16
折价率		-46.91%
08 年以来跌幅	-50.89%	-38.20%
07 年每股收益	1.66	1.66
07 年每股净资产	6.35	6.35
市盈率	12.66	6.72
市净率	3.31	1.76
行业平均市盈率	41.95	
行业平均市净率	5.01	

注：B股股价按照2008年4月2日港币汇率/港币=0.9026元人民币折算；资料来源：公司公告，申万研究

公司历史业绩保持持续快速发展，盈利能力和偿债能力很强，经营性现金流充足，同时获得了11家银行超过15亿元人民币的综合授信额度，为公司回购提供了保证。

表9-2 丽珠B回购前3年财务指标

	2007 年度	2006 年度	2005 年度
净利润	523380924.66	163551324.38	107891938.6
经营活动现金净额	248553495.13	226461050.90	161070286.9
每股收益	1.66	0.50	0.36
每股净资产	6.35	4.57	3.94

续表

	2007 年度	2006 年度	2005 年度
全面摊薄净资产收益率	26.17%	10.97%	8.93%
扣除非经常性损益后净资产收益率	25.56%	10.88%	8.67
资产负债率	32.41%	42.80%	42.76
流动比率	1.90	1.26	0.93
速动比率	1.51	0.96	0.67

资料来源：公司公告，申万研究

回购完成后，公司的日常生产经营活动不会受到很大影响，短期偿债能力和长期偿债能力都有充分保障。

表9-3 丽珠B回购前后财务状况对比

主要财务指标	回购前	回购后	增减幅度
每股收益（元）	1.66	1.72	3.61%
每股净资产	6.35	6.07	-4.41%
净资产收益率	26.17%	28.27%	提高 2.10 个百分点
股东权益（万元）	194266.41	179835.37	-7.43%
资产负债率	32.41%	34.08%	提高 1.67 个百分点
长期负债率	4.02%	4.22%	提高 0.2 个百分点
流动比率	1.90%	1.72%	-9.47%
速动比率	1.51%	1.33%	-11.92%

资料来源：公司公告，申万研究

丽珠B股的回购有利于维持和提升公司的股价，对股价的稳定有正面作用，公布方案之后，丽珠B股（200513）股价上涨，从12港元最高上涨到15.17港元。

丽珠回购的案例有几方面的意义：

其一，随着股权分置改革完成，大股东侵占上市公司利益等历史问题的解决，股票回购逐渐显现出其在成熟市场所发挥的作用，被国内上市公司所认识和应用。丽珠的回购应用了回购有利于稳定股价，提高投资者信心的作用。

其二，丽珠B股回购为B股市场未来发展提供了重要的参考价值。我国的B股市场是在人民币不能自由兑换，外汇管制严格的背景下设立的，初衷是为了通过有限开放资本市场来筹集外资。但是随着H股，红筹股等融资渠道的拓展，国外投资A股市场渠道的增多，尤其是2002年QFII制度推出后，国外投资者可以直接投资A股，B股市场的定位和功能受到了巨大的冲击，逐渐被边缘化。2000年后的一段时间，B股市场没有一支新股上市，交易规模和参与人数都远远落后于A股。对于B股市场何去何从，市场有过多次讨论。丽珠B股回购的做法无疑为B股市场制度性问题的解决提供了重要的启示。丽珠B股的回购如果能够成功实施，将促使更多的此类公司加强对于B股股份回购的政策和操作程序的研究，推动此类公司股权结构调整及公司重组。我们认为，丽珠B股的回购具有示范性意义，将为其他公司解决B股问题提供重要参考。

第 10 章 | 资本收缩方式 (二): 资产剥离

实战技巧

资产剥离是指企业将现有部分子公司、部门、产品生产线、固定资产等出售给其他企业,并取得现金或有价证券的经济行为。一般来说,被出售的资产为不适合企业长远发展战略的资产或闲置的不良资产。企业资产剥离的动机,一是优化资产结构,提高企业整体资产质量;二是筹集新的发展资金。资产剥离的动因有以下几个:

第一,满足经营环境和公司战略目标改变的需要

一个公司为了适应经营环境的变化,其经营方向和战略目标也要随之做出调整和改变,而资产剥离则是实现这一改变的有效手段。

第二,改变公司的市场形象,提高公司股票的市场价值

一些集团公司由于实行多元化经营,其业务范围往往涉及广泛的领域,使得市场投资者以及证券分析人员对其所涉及的复杂业务可能无法做到正确地理解和接受,因此可能会低估其股票的市场价值。案例:美国的埃斯马克(Esmark)公司是一个拥有快餐、消费品生产和石油生产等业务的集团公司,但是,在投资者的印象中,它却仅仅是一个快餐和消费品生产企业,而忽视了该公司所拥有的大量的有价值的石油储备。这些石油储备在公司的资产负债表上以较低的价值反映出来,该公司的股票价格因此被市场低估了。公司管理人员认为目前公司的状况可能会

造成被其他公司接管的危险，因此决定将其拥有的包括石油生产在内的非消费品生产部门出售给美孚石油公司，由此获得了11亿美元的现金收入，公司股票的市场价格也因此从19美元上升到达45美元。

第三，满足公司的现金需求

有时公司需要大量现金来满足主营业务扩张和减少债务负担的需要，而通过借贷和发行股票的方式来筹集资金可能会面临着一系列的障碍，此时通过出售公司部分非核心或非相关业务的方式来筹集所需的资金，是一种有效的选择。案例：大陆伊利诺斯公司是美国最大的银行控股公司之一，由于轻率地向一些石油公司和发展中国家提供贷款，曾使得该公司面临破产的威胁。在此情况下，大陆伊利诺斯公司采用剥离的方式出售了一些能够盈利的部门，如租赁和信用卡业务，以便筹集资金来弥补坏账损失和满足储户提取存款的需要。在这一案例中，大陆伊利诺斯公司出售资产的目的则是为了获得足够的现金，使得公司能够继续存活下去。

第四，甩掉经营亏损业务的包袱

实现利润增长是公司发展的最终目标，因此，利润水平低或正在产生亏损，以及达不到初期利润增长预期的子公司或部门，往往成为剥离方案的首选目标，除非这些业务能满足公司长期发展战略的需要。

第五，迫于政府压力

在西方国家，政府还可能根据反托拉斯法强制公司出售一部分资产或业务。案例：美国电话电报公司作为一个控股集团已经存在一百多年，是美国电信业中最大的公司。该公司除在全国各地拥有22个地方营业公司外，还拥有一家大规模制造业子公司（西方电气公司）、一所著名的电子研究机构（贝尔实验所）、一家巨大的长途通信网络系统（作为母公司的一个部门）。根据美国最高法院的裁决和该公司与美国司法部在1982年达成的协议，该公司自1984年起进行改组，法院则取消了根据“反托拉斯法”对该公司进行的起诉。通过这次改组，公司放弃了对全国22个地方营业公司的所有权，仅保留西方电气公司、贝尔实验所和长途电信业务。

2004年12月27日，在东风柳州汽车有限公司五十年大庆会上，东风柳汽对旗下产业进行部分分离重组，以剥离商用车的方式形成新的与国际前三名的卡车生产企业雷诺商用车合资的投资主体，以便通过与雷诺的合资，导入雷诺产品，全面提升东风柳汽商用车的市场地位。

东风柳州汽车有限公司是中国载重汽车工业的发展摇篮，是中国第一家生产中吨位柴油载货汽车的厂家，主要生产“东风乘龙”、“霸龙重卡”等品牌共二百多个品种的重、中、轻型汽车，拥有年生产六万辆卡车的能力。

2004年1月，东风汽车在法国与雷诺签署商用车合作协议，双方对东风柳汽进行重组，并引进生产雷诺“KERAX”车型。东风柳汽注册资金为1.8亿元人民币，总资产23亿元。

为完成与雷诺的合资，东风柳汽乘用车方面业务将被剥离。东风柳汽通过东风有限公司下属上市公司东风股份对东风柳汽与雷诺合资的部分进行托管，从而完成辅业与主业的分离，为合资公司提供新平台。而东风股份托管的主要部分是东风柳汽效益最好的乘用车风行MPV东风。

据了解，东风柳汽风行系列在2004年的MPV市场上大出风头。至12月底，东风柳汽风行MPV的产销量均超过了14万辆，同比增长分别为百分之七十八和百分之八十二，已大踏步进入中国MPV产销的前三强。目前东风柳汽商用车产品已打入澳门，并着手寻找代理商，进入香港市场。

东风、雷诺对东风柳汽实施重组后，股东由原来两家变为四家，分别是东风汽车有限公司、雷诺、东风汽车工业投资有限公司和柳州市工业控股有限公司，中外双方各占百分之五十的股份。东风柳汽的有关负责人还透露，他们还将在另外一个平台上把风行MPV打造成为日产MPV在华的主要生产基地。（资料来源：中新社，2004-12-27）

东风柳汽的合资进程已经成为东风谋求资本整合之路的一个最好缩影。

首先，作为东风有限商用车公司的重要组成部分，东风柳汽承担了东风有限商用车生产以及发展的重要责任。东风柳汽销售公司副总经理何庆祖曾表示，作为日产在中国的乘用车基地，东风柳汽将扮演重要角色。业内也有消息称东风柳汽将成为日产MPV未来在华的主要生产基地。

第二，在东风主导东风有限商用车的背景之下，东风柳汽将为东风的海外资本扩张做出贡献。此前已经确定东风香港上市的主体将为东风有限旗下的商用车部分，而柳汽的部分资产也涵盖其中。

最后，作为金三角战略以及与雷诺提升合作层次的重要砝码，东风柳汽还将成为未来雷诺商用车在华生产的重要平台，而这也是东风最为看重的。尽管目前东风在国内的商用车领域仍处于领先地位，但在利润丰厚的重卡市场却是鲜有亮点。而日产显然无法在产品和技术上给予东风更多的支持。为了打造全系列商用车帝国，东风必须在重卡领域有所突破，作为国际前三名的卡车生产企业，导入雷诺相关产品技术成为当务之急和最好的选择。

尽管雷诺与日产有着特殊的关系，但业内人士认为，如何平衡围绕柳汽方方面面利益仍是最需要解决的问题。

第 11 章 | 资本收缩方式 (三): 企业分立

实战技巧

什么是企业分立呢? 企业分立是母公司在子公司中所拥有的股份按比例分配给母公司的股东, 形成与母公司股东相同的新公司, 从而在法律上和组织上将子公司从母公司中分立出来。广义上的企业分立是指在不改变原公司股东持股比例的前提下, 将一个企业分解成两个以上的各自独立的公司。狭义上的企业分立是指将母公司在子公司中所拥有的股份按比例分配给母公司的股东, 形成与母公司股东相同的新公司, 从而在法律上和组织上将子公司从母公司中分立出去。企业分立中一般不发生现金交易, 子公司资产也不需要重新评估, 只涉及权益在两个独立实体之间的划分, 不存在股权和控制权向第三者转移的情况, 因为股东对母公司和分立出来的子公司仍然保留原有的权利。企业分立是指一个企业依照法律的规定, 将部分或全部业务分离出去, 分化成两个或两个以上独立企业的法律行为。它或者是原企业解散而成立两个或两个以上的独立企业, 或者是原企业将部分分公司、部门、产品生产线、资产等剥离出来, 组成一个或几个新公司, 而原企业在法律上仍然存在。企业分立是企业产权重组的一种重要类型。

企业分立的动因很多, 诸如提高管理效率、提高资源利用效率、突出企业的主营业务等, 此外, 获取税收方面的利益也是企业分立的一个

动因。企业分立的税收考虑企业分立中的税收利益主要体现在两个方面：一是在流转税中，一些特定产品是免税的，或者适用的税率较低，这类产品在税收核算上有独立核算的特殊要求，而企业往往由于种种原因不能满足这些核算要求而丧失了税收上的一些利益。如果将这些特定产品的生产部门分立为独立的企业，就会获得流转税免税或税负降低的好处。二是当企业所得税采用累进税率时，通过分立可以使原本适用高税率的企业，分化成两个或者两个以上适用低税率的企业，从而降低企业的总体税负。

从流转税方面来看，各税种减免税的特定项目都有一定的筹划空间。例如，《增值税暂行条例》规定：避孕药品和用具、古旧图书等8种货物免征增值税。相应地，用于这些免税项目的购进货物或应税劳务的增值税进项税额不能从销项税额中抵扣。如果纳税人既经营免税项目的产品，又经营应税项目的产品，就必须准确划分不得抵扣的增值税进项税额，以及单独核算应税项目的销售额和免税项目的销售额，否则，不能享受免税待遇。公司分立以原有公司法人资格是否消灭为标准，可分为新设分立和派生分立两种。

第一，新设分立

新设分立，又称解散分立。指一个公司将其全部财产分割，解散原公司，并分别归入两个或两个以上新公司中的行为。在新设分立中，原公司的财产按照各个新成立的公司的性质、宗旨、业务范围进行重新分配组合。同时原公司解散，债权、债务由新设立的公司分别承受。新设分立，是以原有公司的法人资格消灭为前提，成立新公司。

第二，派生分立

派生分立，又称存续分立。是指一个公司将一部分财产或营业依法分出，成立两个或两个以上公司的行为。在存续分立中，原公司继续存在，原公司的债权债务可由原公司与新公司分别承担，也可按协议由原公司独立承担。新公司取得法人资格，原公司也继续保留法人资格。

事实上，企业分立的动因主要有以下几个：

第一，通过消除“负协同效应”来提高企业的价值

一个企业的某些业务对实现企业整体战略目标来说，可能是不重要的，或者这些业务不适合于企业其他业务的发展，这时就会产生所谓“负协同效应”，即 $1+1<2$ 。对于一个非常大的企业来说，由于其经营的各种业务各有特点，不适合于按照同样的管理模式来经营，因此，如果按照业务特点将企业划分成两个或更多的不同的独立的实体，配备不同类型的管理人员进行经营，可能会营造出更好的管理环境，减少甚至消除因管理原因而造成的低效率运作。

第二，企业分立可以满足企业适应经营环境变化的需要

企业的经营环境包括技术进步、产业发展趋势、国家有关法规和税收条例的变化、经济周期的改变等。这些因素经常随着经济形势的发展而变化，一旦这些因素发生变动，企业目前的战略安排可能会失效。因此，对于规模巨大的企业，由于其运转不如小企业灵活，如果不能随经营环境的变化而适时改变战略安排，可能会带来不可估量的损失。所以，当企业规模超过适度的标准时，采取分立的策略，在保证取得规模效益的前提下增强企业的灵活性，可以大大提高资本的运营效率。

第三，分立可以满足企业扩张的需要

实际上，企业分立也是扩张的一种重要手段。在通常情况下，企业作为一个整体要扩张进入别的经营地区或经营领域难度较大，而采取派生分立的方式，在目标地区或目标领域内设立一个新的企业，就可深入渗透进去，达到预期目的。

第四，分立可以帮助企业纠正错误的并购

企业实施的并购可能达到企业的某一方面的战略目标，但并购之后又往往出现这样或那样的问题。例如，某国际公司为了使公司获得稳定增长的收入，相继通过并购远洋运输、金矿开采等业务来实现多元化经营。并购之后，多元化经营的战略目标虽然达到了，但在资本市场上，由于投资者及其证券分析人员无法将其归入某一特定行业，使其在证券市场上表现出较低的股票价格和市盈率。有鉴于此，该公司决定将其分立为3个公司，即从事石油运输的远洋运输公司、电子设备公司和金矿开采公司。企业分立后，该公司股票价格大幅上升，远远超过了股票市场

的平均收益。

第五，分立可以作为企业反并购的一项策略

并购企业可能因为看好目标公司的某项特定资产实施并购策略。如果目标公司清楚地意识到这一点，就可以通过将这一部分资产甚至某一子公司分立出去的方式避免整个公司被并购的风险。

第六，分立可以从实质上降低公司对债权人的承诺

这种学说认为分立公司的股东财富的增加来源于公司债权人的隐性损失。企业分立减少了债权的担保，使债权的风险上升，相应减少了债权的价值，而因此得到了潜在的好处。因此在实际经济生活中，许多债务契约附有股利限制（限制股票股利，包括公司分立）和资产处置的限制（限制资产出售）。

第七，分立可以使企业避免反垄断诉讼

在西方国家，也有不少企业的分立是被迫的。为了保护充分的市场竞争，许多国家都制定有反托拉斯法律。当企业规模达到一定程度、销售额占同行业的比例太大时，就有可能因涉嫌垄断而遭到公众的嫉恨，甚至被告上法庭。

当然，企业分立是企业资本经营的一个重要方式，因此，中小企业在企业分立时应注意其程序。这些有以下五个方面：

第一，董事会提出分立方案

当企业董事会初步达成企业分立的意向后，即应着手提出草案、起草分立方案，以便企业股东大会讨论。

第二，股东会做出分立决定

不同类型的企业在这一方面有所不同，国家独资创办的公司不设股东会，应由国家授权投资的机构或者国家授权的部门做出分立决定。我国《公司法》明确规定：有限责任公司做出分立决定，必须由代表2/3以上表决权的股东同意；股份有限公司的分立，须经出席股东会的持2/3以上表决权的股东同意通过。

第三，签订分立合同

企业分立时，应当根据股东会做出的决议签订分立合同，以便对原

企业的债权、债务、权利、义务、职工等做出安排。分立合同应采用书面形式，一般应包括下列内容：分立后原公司存续与否；存续公司或者新设公司的名称与住所；企业的财产如何分割；原企业债权、债务的处理方法；分立后各方的公司章程内容；分立时需要载明的其他事项，如企业职工的安置等。

第四，编制资产负债表及财产清单

企业分立时，应将分立各方拥有的资产、负债及所有者权益记载于资产负债表中，并将各方分得的全部动产、不动产、债权、债务以及其他财产——列入财产目录，编制财产清单。财产清单要准确、翔实、清楚，并要保存好。

第五，进行公告

企业应当自做出分立决议之日起的10天内通知债权人，并于30天内报纸上公告3次。债权人自接到通知之日起30天内，未接到通知书的自第一次公告之日起30天内，有权要求清偿债务或提供相应的担保。不清偿债务或者不提供相应担保的，企业不得分立。这种做法的目的，主要是为了保护债权人的合法权益，预防某些行为不良的企业借企业分立之机逃避债务。在法定期限内，如果债权人未提出异议，则视为同意企业分立。

第六，办理工商登记

派生分立的，新企业要履行注册登记手续，老企业如果因分立而导致有关工商登记事项的，也应到工商管理机关进行变更登记。股份有限公司分立的，还应当提交国务院或者省级人民政府的批准。

当然，社会生产的分工会导致企业的分立。企业的分立可以从两个方面来探悉有利之处：一是企业分立有利于发挥生产专业化、职能化的优势，促进企业生产能力的提高；二是企业分立又能有效地进行纳税筹划，减轻企业的税负。这是通常所说的“一加一大于二”的逆向应用。所以，企业分立的筹划活动对企业的生存发展关系重大。此处所介绍的筹划则主要是指纳税筹划。

企业分立是指依照法律规定，将一个企业分化成为两个或两个以上

新企业的法律行为。这里需要着重解释的是企业分立绝非企业简单的“分家单过”，原企业一般不会完全消失于企业分立过程中。其分立途径有多种，如在原企业基础上完全新建两家或多家新企业，原企业母体上分离出一部分组成新企业等。

由此可知，企业分立只是原企业在发展过程中的变动情况，企业的生产经营仍是延续的，这就是企业分立纳税筹划的存在依据之一。

另外，企业分立使原企业在形式上面发生变化，按税法规定：分立的企业按各自适用的税收规定纳税。所以，企业分立又会使分立后的企业所承受的税负有别于原企业，这样，为企业分立的纳税筹划提供了另一个存在依据。

我国企业分立的纳税筹划主要体现在两类税种上面：一类是所得税，另一类是流转税。我国税法中有一条常用原则，即在税率适用界线模糊时，一般都是从高适用税率。低税环节征收高税，当然对企业发展不利。

企业分立的纳税筹划理论依据有两条：一条是减少企业所得税。在累进税率条件下，通过分立使原本适用高税率的一个企业，分解成两个甚至更多个新企业，单个新企业应纳所得额大大减少，于是所适用的税率也就相对较低，从而使分立企业的总体税收负担低于分立前的企业。另一条是减少流转税。将特定的产品生产归于单独的生产企业，避免因模糊核算而从高适用税率，这样就使得企业的税负减少。

经典案例

M企业是一家小型制药企业，属增值税一般纳税人，除生产常规药品外，还从事免税避孕药品等项目的生产经营。该企业2000年共实现销售额100万元（不含税），企业购进生产用料的进项税额为10万元；2000年企业应纳税所得额为13万元。经过内部大概核算，其中免税项目的销售额为30万元，应纳税所得额为2.94万元。因为财务管理和生产工艺等原因，未能准确划分应税和免税项目的进项税额、销售额，因此，本来应免税的部分一并缴纳了增值税。

具体缴纳的税款为，应纳增值税额=100万元×17%-10=7（万元），所得税为13万元×33%=4.29（万元），应纳增值税和所得税额合计为11.29万元。

对此，税务代理人员建议：企业应在2001年将生产避孕药品及用具的部门分离出来设立独立企业。原因何在呢？

案例评析

从增值税角度分析，M企业生产经营的避孕药品及用具，属于增值税免税项目，在企业分立前往往会因为未独立核算等问题而一并征收增值税，没有享受到应有的税收优惠，这对于企业来讲是不利的。

当免税项目的生产部门分立出来成立独立企业后，实行独立核算，这样免税项目的产品便不用再因“无法单独核算”而缴纳增值税了。因为分立后，两个企业的销售额都没有达到100万元，已属于小规模纳税人。

从企业所得税角度考虑，假如2001年生产销售情况和2000年一样，则可以获得以下好处。

分立出的生产经营免税项目的企业的应纳税所得额为2.94万元，适用18%的优惠税率；对于非免税项目，其应纳税所得额为10.06万元，适用33%的税率，但因为其处于10万元的临界点，可以筹划使其适用税率降到27%。税务代理人员建议，企业通过希望工程基金会向贫困地区捐赠1000元，由于捐赠部分可以扣除，于是扣除捐赠后的应纳税所得额为9.96万元，适用27%的所得税税率。

该企业2001年增值税和企业所得税的具体税负为：应纳增值税额=70万元×6%=4.2（万元），应纳企业所得税额=9.96×27%+2.94×18%=3.22（万元），合计应纳增值税和企业所得税额为7.42万元，比企业未分立时降低税负3.87万元，扣除因捐助的1000元，收益还是可观的。

读者在参考此案例时，应注意两个问题：一是企业分立需要办理各

种手续，同时会打破原企业的生产格局；二是企业分立后，失去了增值税一般纳税人资格，会给企业的生产经营造成影响。因此对分立的利弊要仔细衡量，以免得不偿失。

第 12 章 | 资本收缩方式 (四): 企业清算

实战技巧

公司的清算是指在公司面临终止的情况下, 负有清算义务的主体按照法律规定的方式、程序对公司的资产、负债、股东权益等公司的状况作全面的清理和处置, 使得公司与其它社会主体之间产生的权利和义务归于消灭, 从而为公司的终止提供合理依据的行为。公司清算的最基本分类是破产清算与非破产清算。破产清算是指在公司不能清偿到期债务的情况下, 依照破产法的规定所进行的清算。《公司法》第191条规定: “公司被依法宣告破产的, 依照有关企业破产的法律实施破产清算”。非破产清算则是指在公司解散的情况下, 依照公司法的规定所进行的清算。这种区分的目的主要是公司所依法进行的清算程序不同。公司终止时, 如果财产足以偿还债务时, 所进行的清算为非破产清算, 理论上全部债权人的债权均能实现, 而且往往还存在剩余财产可供分配。否则, 如果财产已不足以偿还全部债务的, 则必须按照破产清算程序进行清算, 按照法定程序和公平受偿原则清偿了破产企业职工工资、劳动保险费用、所欠税款、破产债权后, 公司终止。当然, 实践中也存在一种情况, 即公司终止时, 由于尚未进行清算, 对其资产负债情况并不十分清楚, 可能首先启动的是非破产清算, 但经清理公司的财产和债权债务关系, 发现其财产不足以偿还全部债务时, 这时, 非破产清算程序将无法进行下

去。这就需要清算组织或者债权人按照《破产法》的有关规定向人民法院提起破产清算程序，从而由非破产清算程序转入破产清算程序。对此《公司法》第188条规定：“清算组在清理公司财产、编制资产负债表和财产清单后，发现公司财产不足清偿债务的，应当依法向人民法院申请宣告破产。公司经人民法院裁定宣告破产后，清算组应当将清算事务移交给人民法院”。一般地，公司清算的种类主要有以下四种：

第一，正常清算和破产清算。正常清算也称公司清算，是指公司除因合并、分立或破产的原因解散外，公司被其他一切原因解散而适用的清算程序。破产清算是指公司被依法宣告破产时适用的清算程序。正常清算和破产清算虽然都是终结现存公司的法律关系，消灭法人资格的行为，但它们两者有以下的区别：

(1) 发生清算的原因不同。适用公司清算的原因是自愿解散和强制解散；破产清算的原因是破产解散。

(2) 决定清算组成员的机关不同。公司清算组成员，如果是自愿解散的有限责任公司，是由全体股东组成，股份公司由股东大会选举产生；强制解散的，由做出强制解散的主管机关决定清算组人选；破产清算组的组成人员必须由人民法院决定。

(3) 适用清算的程序不同。正常清算适用一般的清算程序，破产清算适用破产清算程序。

(4) 适用的法律不同。正常清算适用《公司法》，破产清算适用《破产法》。

第二，任意清算和法定清算。任意清算也称自由清算，即指公司按照股东的意志和公司章程的规定进行的清算。此种清算一般没有先后程序规定，也无论是否能足额清偿，不能清偿的债权不因清算结束而消灭。任意清算通常适用于人合公司、无限公司。法定清算是指必须按照法律规定的程序进行的清算。法定清算对公司财产的清算有顺序规定，法定清算结束，公司法人资格依程序消灭。我国《公司法》规定的清算均是法定清算。

第三，普通清算和特别清算。法定清算可以分为普通清算和特别清

算。普通清算是指由公司自行组织清算机构依法进行的清算。普通清算一般适用于自愿解散的情况，往往是针对那些资产能够抵偿债务，并且公司机关能够自行组织清算工作的公司而采取的清算形式。按照我国《公司法》第190条规定，在公司自愿解散的情况下，公司应当在15日内成立清算组进行公司清算。特别清算是指公司解散时不能由自己组织进行普通清算，或进行普通清算中发生严重障碍，由有关政府机关或法院介入而进行的清算。可见，特别清算和普通清算的区别在于后者是自行组织的清算，前者是有公共权力机关的介入的清算。特别清算一般适用于强制解散的情况，但也可适用于由普通清算转变而来的情况。根据我国《公司法》及有关法规，由普通清算程序转为特别清算程序的情况包括：

(1) 按照《公司法》第191条规定，如果公司自愿解散后不能在规定的日期内成立清算组进行清算的，债权人可以申请人民法院指定有关人员成立清算组，进行清算。人民法院应当受理该申请，并及时指定清算组成员，进行清算。

(2) 按照《公司法》第196条规定，如果在清算过程中发现公司资产不足以抵偿债务的，应当立即向人民法院申请宣告破产。人民法院裁定宣告进入破产还债程序的，原清算程序终止，转为破产清算程序。

第四，自愿清算和强制清算。自愿清算是公司按照自己的意愿解散公司，清算公司债权债务，消灭公司法人资格的清算。因股东会关于解散公司决议和公司章程规定解散公司事项出现而进行的清算就是自愿清算。强制清算是指公司因违法行为被主管机关依法责令关闭而进行的清算而进行的清算。

当然，作为企业来说，在公司清算时应注意以下几点：

第一，公司的清算是基于公司面临终止的情况。

公司的终止原因有三种，一种是公司的解散。公司解散，是指已经成立的公司，因公司章程或者法定事由出现而停止公司的经营活动，并开始公司的清算，使公司法人资格消灭的行为。公司解散具有以下几个特点：

(1) 公司解散是针对已经依法成立的公司而言的。没有依法成立的公司或者设立失败，设立无效的公司是不存在解散之说的，这是公司解散制度的题中应有之意。

(2) 公司解散系公司法人资格终止的前奏和原因，但公司解散并不意味着法人资格当然消灭。对于清算中的公司而言，其法人资格依然存续，但其权利能力和行为能力大大缩减，其业务范围被严格局限于对解散的公司的债权债务的清理、处理与清算有关的公司未了结的业务及剩余财产的处置等以清算为目的的民事行为，不得再开展新的商业活动，公司在清算阶段进行的经营活动一律无效。

(3) 公司解散必须依法进行清算。在有限责任公司和股份有限公司中，公司的财产就是对公司债权人惟一的担保，所以除因合并、分立的事由解散时不需清算外，公司出现其他类型的解散事由后，为保护债权人利益，应当立即组成清算组织进行清算。未依法清算的，债权人可以请求人民法院裁决清算义务人进行清算，或者请求人民法院指定有关人员组成清算组织进行清算。清算必须严格依照法律规定的程序进行。公司解散按照不同的标准可作不同的分类，常见的有如下两种类型：

第一种类型，依据是否需要经过清算程序，可把公司的解散区分为必须清算的解散和无须清算的解散。对于非因合并、分立解散的，为了债权人利益的保护，法律强调公司终止必须以清算完毕为必要，即出现解散事由后，必须依法进入清算程序进行清算，了结既有法律关系。而对公司因合并、分立解散的，因其全部的权利和义务均由合并存续方或新设方，以及分立后的各个公司所概括性地承继，故不再以清算为公司终止的必要条件。即公司因合并、分立解散的，公司自合并、分立事实发生并办理注销登记而终止。

第二种类型，依据解散是否基于公司出资者自己的意志，可将公司的解散分为主动解散（亦称自愿解散）和被动解散（亦称强制解散）两种。主动解散是指公司股东的意志协议而达成的情况，股东协议解散基于公司章程、合同的规定或者基于股东会的决议。就前一种情况而言，如公司章程规定了公司营业期限，规定了公司在一定情况解散的事由而

解散，但是，此种情况的出现不能立即导致公司解散，一般仍需股东会议确定，如达不成协议，股东有权提起诉讼，此种情况即将主动解散转变为公司的被动解散。有一种情况仍需探讨，即公司由于主管机关核定的营业期限届满，应否解散的问题。目前国家的相关法律的规定比较模糊，除非国家法律和行政法规明确规定了该类企业的营业期限，否则，不能基于登记部门核准的期限而认定公司应当解散。对此情况，应当基于公司申请而予以延长。此外，登记机关核定企业营业期限意义不大，应当像放开企业的经营范围一样取消该种制度。被动解散是指由于某种情况的出现，主管机关或人民法院命令公司解散的情形。这种情况多发生于国有独资公司中；还包括公司因违法而被工商行政管理机关吊销营业执照的；前几种情况目前我国法律和法规具有相关规定。还有一种情况能导致公司的解散，那就是基于有限责任公司股东的请求解散的诉讼。

《公司法》赋予股东在法定条件下可以解散公司，但是公司处于该种状态时却不一定产生自然解散的后果，公司有可能继续经营，而有些股东认为在此条件下应当解散公司，而遭到其他股东的反对不能成立，这样就使公司法规定的相关公司可以解散的情形根本无法实施，并且使得公司股东之间的矛盾无法解决。按照《公司法》的规定，公司因合并和分立需要解散的情形也属于公司强制解散的情况。

导致公司终止的第二种情况是公司的破产，公司基于宣告破产而终止在我国有《公司法》、《破产法》、相关司法解释予以规制，相对来说，现实操作具有一定依据性。导致公司应当终止的第三种情形为公司处于僵死状态，如公司的歇业。此种状态下，公司的经营活动已经停止，公司制度管理混乱，大多数情况下，公司是人去楼空，只剩下一个空壳，更有甚者，公司不知所踪或公司已无经营场所。这种情况下，股东之间权益、公司对外负债、公司的职员权益均处于极大的不安状态，法律上公司虽然没有注销，但是，公司必将终止已为客观事实。但是，我们必须认识到一点，造成这种情况的，往往是恶意股东故意造成，金蝉脱壳，逃避债务。因此，法律应当在此种情况下，赋予相关股东和债权人提起公司解散和对公司进行清算的权利，必要时借助公司人格否认制度，

揭开公司的法人面纱，直接要求相关股东承担责任。

第二，公司的清算为负有公司清算义务的主体按照法律规定的方式、程序而为的行为。

在公司的清算中明确公司清算的义务主体尤为重要。确定公司清算义务主体，明确义务使得该义务主体明晓义务，进而能够积极主动履行义务。相反，如该主体殆于履行义务或者故意不履行，甚至实施恶意的加害履行行为，将由其承担相关的责任。目前的现实生活中，存在比较典型的情况就是公司清算主体不明确，责任也不明确。我国《公司法》有关于清算组的概念，但是没有明确的清算主体的概念。甚至有些人将清算组视为清算主体。这是不正确的认识。公司的清算主体应为基于自己对公司的资产享有权益或者基于对公司的重大管理权限而为法律确定为公司在清算时组织公司清算的义务主体。这就不同于清算组的界定，清算组应为清算主体任命或者选定具体操作公司清算事宜的临时性组织。

二者具体区别如下：清算主体一般与公司存在资产投资或者对公司拥有重大管理权权限，而清算组则不限于此，其可以是清算主体选定或者任命的任何人士，比如会计师、律师等与公司没有任何实质性权益的人员来担任。公司的清算主体对相关债权人负责，其不仅承担清算责任，而且还有可能承担清算不利产生的赔偿责任。公司的清算组则对清算主体负责，并在一定程度上代表公司。其不直接对债权人负责（破产清算除外）。此外，清算主体不因公司清算完毕而当然消灭，但是，清算组一般会基于公司的清算完毕、法人人格的终止而消灭。

区分开二者的区别后，我们更加会清楚地认识到清算主体确定的重要性。公司的清算是清算主体的义务行为，同时法律必须规定清算时程序和方法。公司的清算涉及股东、债权人、债务人、担保人、公司职员利益，并与一些社会公共利益相联系。因此，公司清算必须公正、客观地反映公司实际情款、公正处理相关的利益纠纷。而要想结果公正，从自然法的角度上讲，就离不开相关程序正义的保障。因此，公司的清算必须是以科学的程序和方法予以规制的行为。目前，我国关于公司清算的具体程序的规定过于简陋，缺乏操作性，严重影响了公司清算的公

正性。因此，完善公司清算的程序为设计公司清算制度的重要内容。

第三，公司清算的范围为公司的出资、资产、债权、债务的审查。公司的出资不仅涉及公司存续时公司股东的权益分配，而且在公司终止时，其将直接影响公司股东对剩余财产的分配，更重要的是公司债务的根本保证。法律规定，公司股东对其出资必须坚持资本真实、资本充实、资本维持原则。但是，现实中，股东虚假出资、出资不到位、出资后抽逃资金的行为比比皆是，这些行为的出现极大危害了债权人利益和公司及股东的利益。因此，在公司清算的时候一定要核验股东出资的真实性，要核验公司资本的真实性。如存在股东或者公司资本整体不实情况的，应当要求该股东予以补齐或者否认公司人格。核验完公司的出资后，重点应当清查公司资产包括债权、债务、并分析债权债务的性质、清偿和收回的合理性依据。对这些事项的清算，一是要清偿公司的债权，二是要完全回收公司的债务，而且要安置公司的职工，并为公司股东分配剩余财产提供合理的依据。

第四，公司清算的目的在于使得公司与其他社会主体之间产生的权利和义务归于消灭，从而为公司的终止提供合理依据的行为。

公司要终止，亦即公司生命体的死亡；如同自然人一样，在其死亡之前，要对相关权利义务予以处置和解决。因此，对公司进行清算自然为必要程序。通过对公司清算后，使得相关权利义务的得以消灭和转移，公司才能“寿终正寝”。

经典案例

辽宁盼盼集团有限公司，前身为营口市长城金属制品厂以及在此基础上建立起来的营口市防撬门厂。从企业登记看系大石桥市水源镇乡镇集体所有制企业。

1982年，作为副厂长的韩召善，首先承包了营口市水源镇一家乡办农机厂的一部分。

以第一年上交三万元为基数，以后每年递增一万元的全额向水源镇

政府进行利润上缴。严格说来，盼盼集团是从这个由12名工人、12间草房、两台冲床以及86万元负债的一个小企业起家的。当时，企业还没有自己的明确产品，前途一片迷惘。韩召善带领十几人，在极其艰苦的环境下展开了盼盼集团的创业历史。

1985年，企业开始有了自己的定型产品——铁皮卷柜。在韩召善承包经营的三年中，企业利税以每年100%的速度递增。到1991年，企业实现产值2800万元，利税240万元。企业已小有规模。

1992年，根据对市场的预测，韩召善敏感地意识到防撬门的市场潜力。韩召善果断决议，开发八点锁紧防撬门。当年创下了7000万元产值的新纪录。

1993年6月水源镇工业公司代表政府与韩召善签订《承包协议书》，由韩召善对该乡镇企业实行承包经营。此后在整个的承包经营期间，韩召善很好地履行了《承包协议书》的各项义务，经济效益不断提高，资产规模迅速扩大。1994年到1998年，企业的销售收入从1亿元人民币跃升到9.5亿元。

为了保持企业发展后劲、明晰产权制度，企业主要管理者——韩召善与水源镇政府协商确定，于1997年提前终止《承包协议书》，将原来的乡镇企业改制为私营的有限责任公司。盼盼集团的管理者收购，是通过由企业主要管理者韩召善收购水源镇人民政府转让其在原企业中所拥有的全部有形资产和无形资产而完成的。

1997年，盼盼集团聘请万盟投资管理有限公司为财务顾问，协助企业制定发展战略。通过管理者收购完成企业改制进入实施阶段。

盼盼集团的管理者收购主要是通过大石桥市水源镇人民政府和韩召善之间的协议解决的。首先，为实现从承包制向有限责任公司制转变，水源镇人民政府和韩召善盼盼双方聘请了财务顾问、法律顾问、资产评估和审计机构，进行了一系列工作，完成了必需的法律程序。

(1) 水源镇人民政府批复，成立原承包企业的清算基准日和清算程序。

(2) 请资产评估机构和审计机构对清算基准日原承包企业的资产负

债状况进行评估和确认，进而确定原承包企业的净资产，作为清算分配的依据。

(3) 由结算小组提出清算分配方案并报水源镇人民政府批准后实施。

(4) 在清算实施的同时，经水源镇人民政府和韩召善协商确定资产转让条件，拟订《资产转让协议书》。

经由大石桥市水源镇人民政府和韩召善认真协商，达成一致意见，双方于1998年6月9日，签订资产转让协议书。盼盼集团的管理者收购，是通过由企业主要管理者韩召善收购水源镇人民政府转让其在原企业中所拥有的全部有形资产和无形资产而完成的。

(1) 收购前提和原企业资产划分

根据1993年6月8日，水源镇人民政府下属水源镇工业公司与韩召善签订的《长城金属制品厂承包协议书》，由韩召善对长城金属制品厂（含防撬门厂）（以下称原承包企业），实行个人承包经营。承包期间，双方均履行了《承包协议书》规定的各项责任和义务。

经水源镇人民政府和韩召善协议，以1997年6月30日为基准日，上述《承包协议书》提前终止，并对原承包企业范围内的资产进行清算，依《承包协议书》的规定对原承包企业的净资产进行确认后在发包人和承包人之间进行分配。

其中重点解决的法律问题主要有：

1) 原承包企业占用范围内的土地使用权的处置；

2) 盼盼牌注册商标使用权的作价转让；

3) 原承包企业对外部的债权债务和其他第三者责任等的承继和处置。在此基础上达成《资产转让协议书》。

经批准成立的原承包企业清算小组根据独立资产评估机构和审计机构中科北方会计师事务所出具的《资产评估报告》和《审计报告》，对清算结果进行确认并据此提出清算分配方案，该方案获得水源镇人民政府批复。

(2) 资产转让

在实施清算方案的基础上，水源镇政府将其所拥有的原承包企业净

资产和有关资产一次性全部转让给韩召善，韩召善全部受让水源镇政府的有关资产并同时承担原承包企业的一切债权债务和第三者责任。水源镇人民政府依清算方案所分得的原承包企业净资产，以及水源镇人民政府在原承包企业中与韩召善共同享有对“盼盼牌”注册商标所拥有的无形资产之和，为转让资产。

韩召善对转让资产的购买是通过多年来企业形成的承包利润中个人所得部分完成的。

在韩召善依本协议书上各条规定全部受让水源镇政府的有关资产后，作为乡镇企业性质的原承包企业即行终止并办理工商登记注销手续，韩召善在原承包企业资产的基础上重组设立新的有限责任公司并办理相应的工商登记手续。

(3) 债权债务的处理

在水源镇政府依协议向韩召善转让有关资产后，原承包企业的一切债权债务以及其对任何第三者的责任（包括担保、抵押、质押的设定和其他任何形式的保证义务的设定），均由韩召善或韩召善新组建的有限责任公司全部承继和清理。水源镇政府对此不承担任何法律的和经济的责任、义务。由于任何第三者基于上述债权债务关系或第三者责任、义务提起的诉讼、仲裁和行政程序，均由韩召善负责处理并承担相应的费用，水源镇政府不承担任何责任和费用，但应给予必要和适当的协助。由于第三者基于上述债权债务关系或第三者责任、义务提起的诉讼、仲裁和行政程序的结果给水源镇政府造成任何损失、损害和赔偿时，韩召善应做出相应的赔偿和补偿。

(4) 新公司成立

韩召善全部受让水源镇政府转让的有关资产后，对原承包企业的资产享有完全的所有权，韩召善以原承包企业的资产组建新的有限责任公司可以依法行使法人财产所有权和自主经营管理权。

(5) 土地使用权的处理

韩召善全部受让水源镇政府转让的有关资产并在原承包企业资产基础上组建新的有限责任公司时，韩召善新组建的有限责任公司所承继的

原承包企业占用范围内的土地使用权依法办理乡镇集体所有土地转为国家征用，再办理将上述国有土地使用权以出让或租赁方式交给企业使用的土地使用权变更手续。

改制之后，盼盼集团进入了一个新的发展时期。企业改善了法人治理结构，逐步建立现代企业制度，积极谋求通过海外上市进入资本市场。盼盼集团面向全国发出善意收购邀约，以并购方式实现快速发展，扩大企业规模，着手优化资源配置，对其资产结构和产品结构进行合理调整。

案例评析

盼盼集团的改制实际采用的就是管理者收购的方式，只是未明确提出这种说法。由乡镇企业发展起来的盼盼集团，它的改制和进一步发展道路，主要有两点引人深思。

第一，为乡镇企业二次创业提供借鉴。应该说，盼盼集团在进一步的发展过程中，把明晰企业产权关系作为第一步，通过管理者收购，企业由原来的乡镇企业改制为私营的有限责任公司，企业产权问题的解决为下一步的发展扫清了障碍，打下了一个良好的基础。困扰中国无数民营企业 and 制约他们发展的产权问题在盼盼集团，通过管理者收购得到了妥善解决。通过明晰产权、核定法人财产，进一步再导入战略投资者，将使企业由单一投资主体改制为多元化投资主体的企业集团。在一个清晰的产权结构上，盼盼集团可以大步向前发展。中国的民营企业大都是经过了艰苦的努力发展起来的，在过去曾有过人才、体制和经验上的优势。但是民营企业的优势正在逐渐失去。民营企业自身也存在许多问题，导致许多昔日的明星企业昙花一现。民营企业要想长久地发展下去，就必须很好地完成民营企业的第二次创业，其关键是产品的创新与创意以及对人才的利用，包括利用外部人才和智慧。盼盼集团的改制和发展道路，对中国众多乡镇企业的二次创业提供了许多可借鉴之处。

第二，民营企业收购国企，意义重大。在盼盼集团面向全国的公告收购中，重点瞄准经营不善的国有企业。盼盼集团率中国民营企业之先，

大张旗鼓收购国有企业，敢冒风险为国有企业排忧解难，鼓舞中国民营企业的发展信心，推动民营企业利用资本经营的手段在中国改革开放二十年之际，迈向新的高度。同时，此举将进一步激活中国的产权交易市场，有利于改变目前产权交易供大于求的状况。作为民营企业，盼盼此举将使各级政府进一步认识中国民营企业在中国市场经济发展中的地位和作用，有利于更为广泛地促进国有企业与民营企业在资本、产权方面的更多合作，拓宽国有企业改革的途径，促进民营企业的健康发展，使民营企业堂堂正正步入国民经济的主战场。寻求海内外上市，将民营企业资本与国际国内市场资本合作。企业在海外上市，将使企业的发展又上一个新的台阶。

盼盼集团的案例向我们展示了一个小型乡镇企业得以跳跃式发展的正确道路，也使我们看到了中国民营企业的希望。

第 13 章 凤凰涅槃或是破茧化蝶

——资产重组方式：总论

实战技巧

什么是资产重组呢？所谓资产重组是指企业改组为上市公司时将原企业的资产和负债进行合理划分和结构调整，经过合并、分立等方式，将企业资产和组织重新组合和设置。狭义的资产重组仅仅指对企业的资产和负债的划分和重组，广义的资产重组还包括企业机构和人员的设置与重组、业务机构和管理体制的调整。目前所指的资产重组一般都是指广义的资产重组。

从产权经济学的角度看，资产重组的实质在于对企业边界进行调整。从会计学的角度看，资产重组是指企业与其他主体在资产、负债或所有者权益诸项目之间的调整，从而达到资源有效配置的交易行为。

一般地，资产重组有以下几种：

第一，内部重组是指企业（或资产所有者）将其内部资产按优化组合的原则，进行的重新调整和配置，以期充分发挥现有资产的部分和整体效益，从而为经营者或所有者带来最大的经济效益。在这一重组过程中，仅是企业内部管理机制和资产配置发生变化，资产的所有权不发生转移，属于企业内部经营和管理行为，因此，不与他人产生任何法律关系上的权利义务关系。

第二，外部重组，使企业或企业之间通过资产的买卖（收购、兼并）、互换等形式，剥离不良资产、配置优良资产，使现有资产的效益得以充分发挥，从而获取最大的经济效益。这种形式的资产重组，企业买进或卖出部分资产、或者企业丧失独立主体资格，其实只是资产的所有权在不同的法律主体之间发生转移，因此，这种形式的资产转移的法律实质就是资产买卖。

资产重组根据重组对象的不同大致可分为对企业资产的重组、对企业负债的重组和企业股权的重组。资产和债务的重组又往往与企业股权的重组相关联。企业股权的重组往往孕育着新股东下一步对企业资产和负债的重组。对企业资产的重组包括收购资产、资产置换、出售资产、租赁或托管资产、受赠资产，对企业负债的重组主要指债务重组，根据债务重组的对手方不同，又可分为与银行之间和与债权人之间进行的资产重组。资产重组根据是否涉及股权的存量和增量，又大致可分为战略性资产重组和战术性资产重组。对企业资产和负债的重组属于在企业层面发生、根据授权情况经董事会或股东大会批准即可实现的重组，称之为“战术性资产重组”，而对企业股权的重组由于涉及股份持有人变化或股本增加，一般都需经过有关主管部门（如中国证监会和证券交易所）的审核或核准，涉及国有股权的还需经国家财政部门的批准，此类对企业未来发展方向的影响通常是巨大的，我们称之为“战略性资产重组”。战略性资产重组根据股权的变动情况又可分为股权存量变更、股权增加、股权减少（回购）三类。

事实上，资产重组可以采取多种途径和方式。在西方市场经济发达的国家，资产剥离和购并是资产重组的两种基本形式。资产剥离是指将那些从公司长远战略来看处于外围和辅助地位的经营项目加以出售。购并主要涉及新经营项目的购入，其目的是增强了公司的核心业务和主营业务。企业资产重组过程往往伴随着资产剥离和收购兼并活动的同时进行。具体到我国来说，伴随着国有企业改革的深化，资产重组方式多种多样，归纳起来有公司制改组、承包、租赁、企业兼并收购、托管、外资嫁接改造、破产重组等。其中公司制改组、企业兼并和破产是资产重

组的三种主要模式。

(1) 国有企业公司制改组中的资产重组

国有企业改革必然伴随着大规模的资产重组。1984年以来，国有企业改革由放权让利、经营承包责任制，发展到建立现代企业制度新阶段。国有企业建立现代企业制度的过程就是对国有企业进行公司制改造、改制的过程，实质上就是资产重组过程。无论是国有企业改组为上市的股份公司，还是改组为有限责任公司，都不可避免对原有企业的资产进行剥离和重新组合。我国企业股份制改组经过数年的试点，上市企业资产重组探索出四种行之有效的模式。这四种模式分别是：

第一，整体改组模式。整体改组模式是指本企业以整体资产进行重组，并将比较小的非经营性资产不予剥离而改组设立新的法人实体，原有企业解散。这种模式一般适用于新建企业或“企业办社会现象”较轻的企业。采用这种模式，企业不需要对其资产进行剥离，关联交易少，重组过程较为简单，重组时间较短；但是企业在重组时不能剥离不产生效益或效益低下的资产，不能裁减冗员轻装上阵，这是整体改组模式最大的弊端，仍可能存在国有资产的潜在流失。

第二，整体改组分立模式。整体改组分立模式是上市公司最为常见的模式，主要有两种形式。包括“一分为二”重组模式（原本企业法人解散型）即原企业经过重组后已分为两个或多个法人，原法人消亡，但新法人仍然属于原所有者。另一种是主体重组模式（原企业法人保留型）。这一类型从原企业重组中拿出生产经营性资产进行股份制改造，变成上市公司；其余非生产性资产作为全资子公司隶属于改组的控股公司。

“一分为二”重组模式是指将被改组企业的专业生产经营管理系统与原企业的其他部门和分离，这种模式的弊端在于：由于需要进行剥离，而且比较和判断有些部门是否剥离通常有一定的难度和协调工作，重组的难度加大，重组的时间拉长，多方面的剥离表现为不同实体的职工的既得利益和潜在利益的判别多数职工不愿到非上市部分，容易产生职工对重组的冲突；尽管是“一分为二”，上市公司与非上市部分之间将存在产品、服务等多方面的关联交易，这些关联交易处理比较复杂，可能会

影响其他股东权益以及上市公司的信息披露。

一般来说，如果国有企业“企业办社会”的内容比较多且效益低，或辅助性生产系统数量大且效益低，或企业的生产性系统有大量的效益低的资产，则可选择“一分为二”重组上市模式。因为如把大量创利水平低落甚至亏损的资产纳入股份有限公司，会导致净资产利润率，每股税后利润极低，上市筹资缺乏吸引力，也可能导致资产评估时人为减少资产数量，使国有资产人为流失。

主体重组模式是指将被改组企业的专业生产经营系统改组为股份有限公司并增资扩股上市，原企业变成控股公司，原企业专业生产经营系统改组为控股公司的全资子公司（或其他形式）的重组模式。这一模式与“一分为二”重组上市关键的区别就在于原企业保留法人地位，成为控股公司。

除具有“一分为二”重组上市的基本优点外，主体重组模式由于将原企业作为集团控股公司，有利于企业以整个集团利益为出发点，上市公司与非上市公司的部分矛盾可以在集团内部得以协调处理：有利于上市公司进行债务重整，将一定数量负债转移到控股公司，或与控股公司实行资产转换，以获得良好的赢利能力，保持配股资格，获取较高的配股价。否则，如上市公司因业绩不理想失去配股融资资格或摘牌，将是资源的极大浪费。但不容忽视的是，由于集团公司与上市公司的经营管理层相互重合，经营者没有来自出资者的压力，缺乏有效监督；涉及的关联交易比在“一分为二”重组上市模式下更为复杂，上市后的信息也将更加复杂麻烦；上市部分可能在控股公司的“浓浓父爱”下缺乏市场化的动力。

第三，新建聚合重组模式。是指企业以一定比例资产和业务进行重组，设立一个法人实体。这种模式主要适用于集团企业且集团企业中的生产性企业与非生产性企业界限较为清楚。

新建聚合重组模式是指在被改组企业的集团公司和下属公司重新设一个股份有限公司，调整集团内部资产结构，根据一定原则把适量资产（主要指子公司、分公司等下属机构）集聚在新股份公司中，再以此为增

资扩股，发行股票和上市的重组模式。这一模式的重组主体多为跨行业、跨地区、跨部门的大型企业集团，重组对象为数人有一定关联性的下属企业（如属同一行业），新设的股份公司成为专业管理的控股公司。

新建聚合重组模式涉及的是集团内部资产的结构调整，重组难度又不大，重组时间也不需很长，可以克服集团公司太大，而下属企业又太小的矛盾；构造出的股份公司结构合理，规模适中，增强了集团公司的管理能力和控制能力；新建股份公司重组上市，成为整个集团公司吸收社会资金的组织载体，开辟了新的融资渠道，使集团能以较小的资本投入控制较大规模的资产动作。

第四，共同重组模式。共同重组模式是指多个企业，以其部分资产、业务、资金债权，共同设立一个新的法人实体，其中的一个或两个企业在新实体中占有较大的份额。这一模式在上市公司极少运用，但对非上市公司而言，各种类型的企业都可以采用。

由此可见，国有企业改组为上市公司，资产重组是一项重要内容和必不可少的步骤之一。同样，国有企业改组有限责任公司也需要对原有企业的资产进行重新组合，以实现企业资产结构合理化的目的。

股份制改造之所以成为目前条件下我国企业资产重组最易操作的方式，主要原因在于，建立现代企业制度是国有企业改革的方向。对国有企业进行公司制改组是深化国有企业改革的一项重要内容。把符合条件的企业尽可能改组为多元投资主体持股的有限责任公司或股份有限公司。对已经改组为国有独资公司的，通过资产重组，引入新投资者，实现投资主体的多元化。可见，现代企业制度试点将成为今后一段时间内国有企业改革“重头戏”。相应地，各级政府将会制订各项措施和政策以推进试点工作的顺利进行。与其他资产重组方式相比较而言，股份制改组这种方式的体制和政策障碍较少，因而也就最易于操作。当然，公司制改组在某种程度上也受到限制外部条件的约束。

（2）兼并、合并和收购重组

兼并与收购是市场经济中资产重组的重要形式。兼并的含义是指两个或两个以上的公司通过法定的方式重组，重组后只有一个公司继续保

留其合法地位。合并是指重组以后，原有公司都不再继续保留其合法地位，而是组成一个新公司。收购是指一家公司在证券市场上用现金、债券股票购买另一家公司的股票和资产，以获得对该公司的控制权，该公司的法人地位并不消失。企业的兼并与收购往往同时进行，成为购并。

企业购并作为资产重组的重要杠杆，具有以下作用：

一是与企业自身积累方式相比企业购并能够在短时间内迅速实现生产集中和经营规模化；

二是有利于减少生产同一产品的行业内的过度竞争；

三是与新建一个企业相比，企业兼并可以减少资本支出；

四是有利于调整产品结构，加强优势产品，淘汰无前途、无市场的产品，加快支柱产业的形成，促进产业结构的调整；

五是通过债务重组和增加资本金，实现资本的优化。

由于上述作用，企业兼并与收购成为市场经济中企业存量资产调整和优化组合的重要形式。既然如此，为什么企业兼并收购不能成为我国企业资产重组的重要形式呢？理由是，企业购并作为一种复杂的经济行为及产生有了一定的社会经济条件，而社会经济条件的发展完善反过来对企业购并发展起推动作用。因此，企业购并所依存社会经济环境是否完善，在深层次上制约着企业购并自身机制的发育和成长。企业购并所依存的社会经济条件包括：

一是健全的市场体制和机制，主要包括以为导向配置资源、完善的市场体系和健全的市场机制；

二是健全的法律环境。法律环境是企业购并的社会经济条件的有机组成部分。企业购并的市场化要求以完善有序的法律环境为保障。包括公司法、证券法、反垄断法、社会保障法等等；

三是良好的社会保障环境。企业并购必然带来人员重新安置问题，要求有完善配套的社会保障体系作后盾，否则，企业并购就难以进行。一套完备的社会保障体系主要包括：社会保险、社会救济、社会福利、社会优抚、医疗保障制度等内容。除此之外，企业兼并收购还需要政府政策的支持。

从我国目前来看，企业并购发展所需的上述社会经济条件均不具备，我国的市场经济还不很发达，市场体系和市场机制不健全，特别是企业并购所依托的资本市场还很不完善，企业并购所需的法律法规也不完善，社会保障体系还没有完全建立起来。可见，企业并购所需的社会经济条件均不具备，这从根本上制约我国企业兼并活动的发展。正因为如此，现阶段利用企业兼并进行资产重组遇到了一系列的障碍和阻力，既有体制上的障碍，又有政策（如财税、金融、人事、劳动政策）障碍；既有经济因素障碍，又有非经济因素（如政治安全和社会稳定等）障碍。这些障碍因素决定了企业兼并收购在目前不可能成为我国资产重组的主要方式。

（3）破产重组

破产重组，最广义的涵义包括企业倒闭和清算。清算是公司依法被宣布完全解体，资产全部变卖，进行偿债。因而会产生一种企业淘汰方式的资产重组。

破产不只是企业倒闭、清算，而且包括依法重组和调整。狭义的破产重组使企业依法进行财务整顿后存活下来。调整是在法庭之外，由债权人以债务人进行的和解存活。可见，重组和调整均是资不抵债而需要破产的企业，经过财务整顿，实现资本结构重组，以及经过领导班子的调整，生产、经营计划的转变，而获得重生。这种破产重组与调整作用是：

一是有利于债权人避免在破产清算中因资不抵债而受损；

二是有利于职工防止企业解散引起的大量失业及其带来的社会震荡；

三是有利于企业避免因破产而信誉受损。尽管如此，破产的清算形式仍是破产的主要形式，它促进了资产的流动、再配置和再组合，起着结构调整和扶优汰劣的作用。在西方发达的资本主义国家，破产是市场经济中一种正常现象，每年破产倒闭的企业动辄数十万家。但是，在中国市场经济不发达，破产机制不完善，破产立法不健全的条件下，企业破产的难度相当大，甚至比企业兼并实施难度还要大得多。正因为如此，国家政策鼓励“多兼并，少破产”。

国有企业实施破产的难点主要来自以下几方面：

一是企业产权理顺难。国有企业破产涉及由谁来批准决定，谁来申请，谁来承担经济风险与损失，清偿给谁的问题。而国有的产权关系十分复杂，由谁来代表国家行使所有权，还是一个亟待解决的问题。

二是资产变现难。目前，我国资产变现的经济条件还不完备，拍卖行业刚刚起步，中介机构不健全，使得破产资产拍卖变现不方便、不规范。

三是职工分流难。由于我国社会保障制度不健全，国有企业破产时的职工安置便成为一个重大难题，这是当前制约我国破产制度实施的关键因素。

四是法制规范难。目前，有关企业破产的法律法规还相当不健全，很多方面无法可依，有的则有法不依，以令代法，如破产企业的破产清算组的成员结构组成、破产程度的确定、法律文件的生效条件、文书的形式诸方面都很不规范，缺乏对债权人的法律保护，为破产逃债留下了缺口。由于上述种种因素的制约，我国企业破产的难度相当大。

因此，在社会主义市场经济条件下进行资产重组应该遵循以下的原则：

1) 资产重组要以产权联接为基础。因为以产权联接为基础的资产重组是牢固的，它避免以契约形式来进行资产重组时过多的谈判成本和道德风险；同时，真正的产权转移可以为新企业的产权明晰创造条件，使新企业拥有完整的产权。

2) 资产重组要以市场的要求为出发点。国有资产重组过程中切忌政府的过多干预，而必须是资本所有者和企业经营者根据市场提供的信号，按照资本追逐效益的原则来进行操作。

3) 国有资产重组要有明确的产业政策。我国是发展中国家，在产业政策中，通过资产存量的调整来改变国家的产业结构状况是一项重要的政策措施。因此国家就必须制定相应的政策来保证资产重组活动的结果符合国家的产业政策的需要。

4) 资产重组要保持企业竞争性和垄断性的统一。资产重组必然会导

致大企业、大集团的产生，这样会产生规模效益，降低企业的生产成本，从而提高企业的市场竞争力。但是这样可能会造成垄断，而市场经济的活力就是有竞争机制带来的。所以在资产重组的过程中，要形成一定有规模的大企业，同时要避免产生垄断性的企业集团。

5) 资产重组不要寻求一劳永逸的方案。因为现在的市场环境变化是非常快的，今天看起来合理的产业结构，过不了多久就会变的不合理了。同时，从资产重组的主体来看也不可能永久不变，现在是被收购的目标企业，过一段时间可能成为收购方，去收购别的企业。

经典案例

2000年3月，上市公司郑州百文股份有限公司（集团）的最大债权人中国信达资产管理公司向郑州市中级人民法院提出申请，称郑百文由于连年巨额亏损，无法偿还信达资产管理公司共计人民币213021万元的债务，申请郑百文破产还债，被法院驳回，从此引发了市场上广受关注的郑百文资产与债务重组。

（一）郑百文股份有限公司的基本情况

郑百文股份有限公司（以下简称郑百文，股票代码600898）是以批发业务为主营业务的商业类上市公司。1987年6月，由郑州市百货公司与郑州市钟表文化用品公司合并成立了郑州市百货文化用品公司。1988年12月，作为一家股份制试点企业，公司更名为郑州市百货文化用品股份有限公司，并向社会公开发行股票400万元（20000股，每股200元）。1992年7月，公司更名为郑州百文股份有限公司（集团），于1992年12月增资扩股。

1993年2月，由当时的国家体制改革委员会认定为“继续进行规范化的股份制试点企业”。1996年4月，公司经中国证监会批准在上海证券交易所公开上市。上市时，郑百文公布的一些数字无不让人称奇：1986——1996年的10年间，其销售收入增长45倍，利润增长36倍；1996年实现销售收入41亿元，全员劳动生产率470万元。按照郑百文公布的数

字，1997年其主营业务规模和资产收益率等指标在深沪上市的所有商业公司中均排序第一，成为国内上市企业100强之一。而且，郑百文还是郑州市第一家上市企业和河南省首家商业股票上市公司。这些数字和这些第一，使郑百文在当时的证券市场声名大噪，股价也从刚上市时的6.50元左右上涨至1997年5月12日的22.70元。不仅如此，当时的郑百文还被塑造成为当地企业界耀眼的改革新星和率先建立现代企业制度的典型。1997年7月，郑州市委、市政府召开全市大会，把郑百文树为全市国有企业改革的一面红旗。河南省有关部门把它定为全省商业企业学习的榜样。同年10月，郑百文经验被大张旗鼓地推向全国。公司领导也相继获得全国“五一”劳动奖章、全国劳动模范、全国优秀企业家等一系列殊荣。郑百文的第一大股东是拥有全部股本14.62%的郑州市国资局，该国有股目前由郑州市国资局全资公司——郑州百文集团有限公司持有。

（二）郑百文重组过程

（1）重组背景

尽管当时的郑百文头上拥有很多的光环，然而衰败似乎就发生在一夜之间。就在被推举为改革典型的第二年，即1998年，郑百文在中国股市创下每股净亏2.54元的最高纪录，而上一一年它还宣称每股盈利0.448元。1999年，郑百文一年亏掉9.8亿元，再创沪深股市亏损之最。

由于郑百文的账目极为混乱，真实性和完整性不能保证，1998和1999年度，郑州华为会计师事务所和北京天健会计师事务所连续两年拒绝为其年报出具审计意见。

几经曲折，郑百文已经从当年的明星企业成为问题公司，郑百文的经营也基本处于停滞状态。郑百文的大起大落，引起从当地决策层到社会的一片哗然。事后的调查表明，导致郑百文变脸的原因主要有以下几点。

1) 郑百文胆大妄为的弄虚作假。郑百文其实一直亏损，根本不具备上市资格，为了上市，公司硬是把亏损做成盈利报上去，最后蒙混过关。郑百文公司的一位财务经理回忆说，为了上市，公司几度组建专门的做假账班子，把各种指标准备得一应俱全。一家靠弄虚作假而上市的公司

从一开始就注定了其不稳定的经营基础。

2) 公司上市后高速膨胀、管理失控。郑百文从1996年起建立全国性的营销网络，投入资金上亿元，建起40多个分公司，最后将1998年的配股资金126亿元也提前花完。公司规定，凡完成销售额1亿元者，可享受集团公司副总待遇，自行购进小汽车一部。仅仅一年间，郑百文的销售额便从20亿元一路飚升到70多亿元。为完成指标，各分公司不惜采用购销价格倒挂的办法，商品大量高进低出，形成恶性循环。但是公司总部对外地分支机构的监管乏力，1998年下半年起，设在全国各地的几家公司在弹尽粮绝之后相继关门歇业，数以亿计的货款要么直接装进了个人的腰包，要么成为无法回收的呆坏账。

3) 郑百文与四川长虹、建行郑州分行建立起来的三角信用关系导致了郑百文的资金链断裂。1997年，郑百文、长虹、建设银行结成三角信用关系，销售长虹彩电，在“大批发”战略的基础上，尝试建立“中国市场经济信用基础”。在这种三角信用关系中，郑百文简化了原来必须由货币结算的资金运营方式，采用承兑汇票方式，即由银行出具代行货币职能、体现各方信用关系的票据，这一改革使资金的周转速度大大提高，公司得以用很少的投入进行大规模的商品流通，在短短数年时间内占领了中国家电批发市场的半壁江山。但是，1998年亚洲金融危机爆发，国家紧缩银根，建行大幅减少对郑百文的承兑业务，这对于正在高速膨胀、每年需要几十亿元承兑的郑百文来说是个沉重打击。承兑汇票的骤然减少，使郑百文立即失去生机，而此时，四川长虹也调整了自己的营销策略，放弃单纯依靠大批发商的营销体制，开始建立自己的营销网络。长虹彩电销售的突然减少，使得原来销售长虹彩电产量1/3的郑百文业务严重缩小，1998年上半年家电销售收入只有上年同期的一半；1997年，47亿元的承兑汇票则成了沉重的包袱；到了1998年下半年，正当郑百文准备清空库存还清贷款的时候，国内家电市场却掀起了价格大战，公司再次蒙受重大损失。同时建行与郑百文签订的所有承兑协议，不但没有任何保证金，而且申请人和担保人都是郑百文，担保形同虚设。这种三角信用关系由最开始的积极作用导致了郑百文的债台高筑。公司的高速膨

胀和管理失控，使得靠造假上市、自身基础并不牢固的郑百文亏损的窟窿越来越大，巨额债务无法偿还，公司经营完全瘫痪。如此严重资不抵债的郑百文并没有破产，在其债权人中国信达资产管理公司向郑州市中级人民法院提起的郑百文破产申请被驳回之后，在政府及有关部门的支持下，山东三联集团作为战略投资者提出了重组郑百文的方案。

（2）重组方——三联集团简介

三联集团与郑百文一样，是一家以家电批发与零售为主营业务的商贸公司。三联集团创立于1991年，其前身是济南无线电三厂。当工厂濒临破产时，刚刚从济南社科所下海的张继升被任命为厂长。1985年在破产企业的基础上，吸收山东五县11个乡镇204万元资金，加上张继升的个人智力投资，形成三方联合的股份制家电专营店。公司以优质服务与全市最低价格为号召，销售收入迅速增长，1989年突破4000万元，1990年达到7000万元，1992年突破了亿元，1999年的销售收入已达34.31亿元。公司很快成长为山东最大、全国名列前茅的家电专营连锁企业，2000年的销售收入更高达53亿元。公司是山东省政府“九五”期间重点培植的八大骨干企业之一，实行省级计划单列，注册资本7亿元，员工3万多人，净资产逾20亿元。

三联是一个投资多元化的企业集团，公司经营领域还涉及电子信息、旅游、房地产等行业，并取得骄人业绩。该公司拥有国内规模最大的商用多媒体宽带光纤信息网络——“百灵网”，此外公司还拥有紧密层以上企业160多家，员工3万余人，主要分布于中国的山东以及美国的旧金山。

（3）重组过程

2000年5月，三联集团开始与郑百文接触，三联集团主动找到郑百文主要债权人信达公司，表达了愿意介入的兴趣，很快得到郑百文及信达公司的认可，于是拉开了郑百文资产重组的进程。

经过三联集团与代表信达全权处理郑百文资产重组事务的北京中和应泰管理顾问有限公司长达5个月的关于资产重组的谈判，2000年11月30日，郑百文公布了经董事会通过的决定其前途命运的资产重组方案。

1) 重组方案基本内容

由中和应泰管理顾问有限公司设计的重组方案的基本内容如下：

a 鉴于郑百文已严重资不抵债，郑百文将其现有资产和从业人员从上市公司剥离，转入母公司进行整顿调整。

b. 战略投资人三联集团以3亿元的现金，采用分期支付方式购买郑百文所欠中国信达资产管理公司的部分债务约15亿元，实现借壳上市，中国证监会为其资产重组增发一定数量的新股。

c. 三联集团将对郑百文的15亿元债务进行豁免，作为交换，郑百文公司的全体股东，包括非流通股和流通股股东需将所持本公司股份的50%过户给三联集团，三联集团承诺长期持有郑百文股票。

d 不同意将自己所持股份的50%过户给三联集团的股东将其所持股份按“公平价金”一次性地由郑百文回购注销。郑百文的独立董事将被授权，单独聘请一个独立的财务顾问公司，按国际惯例和国内具体情况做出公平价金的独立计算，供股东参考。最后确定的回购价格为流通股每股1.84元，法人股每股0.18元。

重组的具体方案中还包括郑州百文集团有限公司与郑百文公司进行一定的资产、债务承接；三联集团公司与郑百文公司进行一定的资产置换等事项。包括：

a. 最大债权人中国信达公司出售给三联集团后的余下部分债务，由郑百文母公司承担，并由郑州市政府提供债权人认可的有效担保。具体的步骤是百文集团承接郑百文公司除3014万元房产外的全部资产9.7亿元，同时承接郑百文的部分债务共计5.92亿元，两者的差额3.78亿元，记为郑百文对百文集团的其他应收款。郑百文的现有员工由百文集团负责安置。信达公司则从郑州市政府处获得约3亿元现金补偿。

b 三联集团与郑百文公司进行资产置换，三联集团将旗下的三联商社的部分优质资产装入郑百文的壳中。具体来说，郑百文将百文集团的3.78亿元其他应收款中的2.52亿元与三联的总价值4亿元的优质资产进行置换，两者的差额1.48亿元记为郑百文对三联的负债。郑百文对百文集团的其余1.27亿元其他应收款及房产3014万元与重组前产生的留在郑百文的1.57亿元债务相对应。

2) 重组方案实施情况

在重组方案公布后，后续的重组工作历时三年多才宣告完成，这在一定程度上说明了郑百文资产重组的复杂和曲折。

(三) 重组方案的效应分析

从完成重组前各方设定目标的角度看，郑百文重组是成功的，这不仅体现在通过重组，使郑百文相关利益方不同程度受益；更重要的是，重组的成功使郑百文公司免于退市或破产的风险，并获得了持续发展的能力。具体而言，郑百文重组成功对各方的影响如下。

(1) 对公司债权人

1) 公司最大债权人——信达公司

作为郑百文最大的债权人，信达公司为了避免因郑百文破产而带来的其债权“颗粒无收”的风险，在此次重组中选择了合作的态度。具体来说，在郑百文重组前，信达公司对郑百文有约20亿元债权。重组中，信达公司以3亿元向三联集团转让了其中约15亿元债权，三联集团将分六期完成这3亿元债务的支付，其间，三联集团将通过股权质押的形式为这3亿元债务提供担保；母公司百文集团承担了郑百文对信达公司的5亿元债务，其中3亿元债务由第三方提供抵押担保，如果百文集团在4年内向信达公司偿还3亿元债务，其余2亿元债务将自动豁免。

因此在本次重组中，信达公司放弃了大约15亿元无担保债权，总共从三联集团和郑州市政府那里获得约6亿元的现金补偿，其债务清偿率近30%。

用约20亿元的债权只换回6亿元的现金，看似损失巨大，但实则收获不小。因为如果不能重组，公司只有破产，破产后信达可以收回的资金数额显然要少许多。虽然在1999年时郑百文还有不到6亿元的资产，但是2000年亏损4700万元，2001年又亏损1900万元，剩下的资产绝大部分为存货、应收账款和固定资产等，实际上郑百文的资产质量、资产可变现性和盈利能力已是极差，真正能变现的价值很少。这个重组结果相对于申请郑百文破产方案最多可能收回的几千万元债权来说，绝对是令人满意的。

2) 公司其他债权人

除信达公司以外的郑百文其他债权人，也是这次重组中的实际获利者。因为通过资产、债务的重组，郑百文的资产质量得到了实质性的提高，债务总额也从23亿元减少到15亿元左右，同时重组方案中重组各方对郑百文债务偿还所提供的各种保障措施，也使相关债权人的安全程度提高了不少。

(2) 对公司股东

公司的股东无疑也是这次重组中的受益者，这既包括郑百文的国有股和法人股股东，也包括流通股股东。重组时，郑百文的股东权益是一13亿多元，每股净资产为-6.57元，幸好股东们承担的是公司的有限责任，它们的责任以它们投资入股的资金为限，它们财产中投资于公司以外的部分不会受到连累。但是，如果郑百文破产，股东将损失百分之百的投资；相反，如果实施重组方案，公司得以起死回生，其债务总额也将减少94%左右，每股账面净资产将从-6元增加到1元以上。而且通过后续的资产重组可以使公司基本面貌逐步得到根本性改变。然而，根据重组方案，要求股东零价格转让自己50%的股份给三联集团，这使股东不得不为了重组而使自己的资产缩水50%，因此说，股东接受重组方案是无奈而又迫不得已的。但应该说，本次重组在让股东特别是广大中小股东尝到股市风险滋味并付出代价的同时，也避免了他们颗粒无收的损失。

而作为郑百文的第一大股东，百文集团在此次重组中扮演了债务承担和资产转接的角色。它承接了郑百文9.7亿元的资产和5.9亿元的债务，同时，百文集团还承诺安置郑百文2800名职工。由于郑百文转移给百文集团的资产多为应收账款，而我国商业企业的应收账款多为风险极高的逾期债权，对应收账款的收回要耗费企业大量的时间和金钱，故该项资产转接将实现债权的风险和成本同时转移给百文集团，提升了郑百文自身的资产质量。表面上看，百文集团在此次重组中似乎没有得到什么利益，但实际上，百文集团代表了当地政府对重组的态度。由于郑百文破产或退市对当地政府非常不利，它会造成当地税收来源减少、失业职工增加、债务纠纷繁杂、对当地投资环境造成负面影响等弊端，因此郑州

市政府希望通过重组，能够挽救郑百文破产或退市的困境，上述百文集团的作为可以看作郑州市政府对郑百文重组做出的贡献。事实上，郑百文重组成功后，又可以继续为地方经济建设做出贡献。从这一层面来说，郑州市政府和百文集团也获得了它们所需要的利益。

(3) 对重组方三联集团

重组方三联集团是此次重组的关键人物。从表面上看，在此次重组中，三联集团付出了不菲的代价，主要包括：

1) 通过存量重组，向信达公司支付3亿元现金换取信达对郑百文约15亿元的债权；

2) 通过增量重组，向郑百文注入2.5亿元优质资产（按15倍市盈率计，三联集团注入的2.5亿资产市场价值约4亿元）；

3) 通过给予百文集团2.5亿元债务豁免的补偿，换取百文集团对郑百文资产、债务重组的支持；

4) 向百文集团支付3000万元托管；

5) 为郑百文名下的1.5亿元债务向郑百文债权人提供还款保证等。但是，不可否认，即使考虑了三联集团所付出的这些代价，三联集团仍然是本次重组中最大的赢家。

第一，三联用3亿元现金换得债权人信达公司约15亿元债权的豁免，使郑百文每股净资产由-6.89元上升到1.45元，仅此一项就使郑百文摆脱了资不抵债的困境，由于重组后的郑百文实质上已经变成山东三联（三联将拥有其50%的股份），因此本次债务豁免是三联花3亿元购回2.864亿元的账面净资产。

第二，郑州市政府为了实现郑百文重组，给予了三联许多优惠政策。例如，将郑百文富余员工划归母公司郑百文集团、将郑百文其余债务划归母公司郑百文集团、给予税收优惠等。其中仅税收优惠每年保守估计就可为三联增加3000万元收入，3~5年的税收优惠总额将在9000万元~1.5亿元之间。

第三，三联将以零价格获得郑百文50%的股权（包括5354万股流通股），根据协议三联集团3年后有权全部抛售。如果重组方案顺利实施，

郑百文在3年内完成扭亏盈利，则这些流通股将带给三联巨大的收益。

第四，通过重组，三联集团可以进一步拓展集团在家电零售业务的国内市场，建立广泛的市场销售网络，逐步塑造自己行业领导者的形象。这次重组，三联集团从战略角度上达到了调整集团产业结构、提升核心竞争力的目的。

第五，最重要的是，对于三联集团而言，这次重组使三联集团获得了一个干净的郑百文壳资源，成功实现了“借壳上市”，打通了公司通过证券市场进行直接融资的渠道。

另一方面，在这次重组中，三联集团还在一夜之间名扬全国，让中国股民熟记于心。

由此可见，本次重组三联集团付出的成本不是很高，而将来的利润空间却很大，这也正是三联重组郑百文的最大利益驱动点。这次重组对三联而言，可谓名利双收，春风得意。

(4) 对被重组方——郑百文

重组立竿见影的效果是，郑百文由一家濒临破产的公司得到重生，从这个意义上说，郑百文也算达到了它重组的目的。具体来说，重组后的郑百文发生了如下变化：

1) 股东权益大幅增加。其中，三联豁免郑百文的14.47亿元债务形成资本公积，加上重组出售资产产生的关联交易价差和重组后实现的净利润，郑百文股东权益实现由负转正的变化，每股净资产由2001年底的-6元增加到2002年底的1元，同时，每股收益、净资产收益率等财务指标也得到较大改观。

2) 现金状况得到改善。由于三联分两次共注入约1.3亿元现金，公司货币资金由2002年底的4000多万元上升为2003年3月31日的1.9亿元左右。

3) 由于债务豁免，公司2002年度的财务费用同比下降76.4%。

4) 主营业务及结构发生较大变化。公司原先的洗涤化妆、日用百货、文化用品等商品批发业务转出，变更为家电类、信息类和通讯产品类的零售业务，主营业务的改变带来毛利率的提高（约2.3%）。

5) 股东、债权人、公司职工的利益得到了较好维护，有利于当地的

经济稳定，为当地政府保留了上市壳资源，为企业未来发展铺平了道路。

6) 重组后公司股价在二级市场的表现令人瞩目。2001年1月16日，公司重组停牌前的股价为5.48元/股，重组完成后2003年7月18日复牌的首日，公司股价以9.96元开盘，10.30元收盘，中间最高达到12.18元的价位。

经过重组，郑百文的财务状况和经营业绩不断改进。在公司2003年未经审计的一季度季报中，报告期主营业务收入同比增长31.92%，净利润同比增长20.47%。此外，现金流净额达36594173.39元，超过整个2002年度的数额，同比增长507.86%，每股经营现金流净额由此增至0.1852元。

案例评析

郑百文的重组是一起非常复杂的重组案例，其重组方案涉及债权转让、资产置换、股权转让等多种重组形式，且相互影响，共同作用。除此之外，重组方案还涉及有关经济、法律等问题，引起的争议甚至超越了重组本身。具体来说，本次重组具有以下一些特点。

第一，难度超乎想象。可以说，郑百文是国内众多重组案例中操作最复杂、难度最大的。这首先体现在郑百文重组中有着许多的第一次，比如第一次由债权人提出破产起诉的上市公司重组、第一次由债权人主导的对已陷入实质破产的上市公司的重组、第一次引入股权重组概念的重组，等等。正是有着这么多的第一次，使得郑百文重组一开始就带有探索 and 创新的艰难。郑百文重组的复杂性还体现在利益主体的博弈上。郑百文重组至少牵涉五方面的利益主体，即上市公司中小投资者、公司第一债权人信达公司、战略投资者山东三联集团、当地政府、证券市场以及法制建设者。要让这五方利益主体达成共识和平衡，其难度之高可以想象。用一位当事人的说法，郑百文重组好比一个五元方程式，充满了不确定性，任何一个步骤出现偏差，都会导致重组功亏一篑。尤其是在有关法律制度欠缺的现实环境下，郑百文重组难度之高已经超出重组本身。

第二，风险摆在明处。郑百文重组一开始就是希望以市场化方式设计和操作的，因此在重组过程中的任何一个环节都充满了风险。实际上，

郑百文重组是将利益各方所承担的风险亮在明处，因而使得郑百文重组更加明显地凸显风险，而这正是重组各方的本意。从当时的情况来看，如果郑百文重组失败，那么其风险将骤然放大：众多中小投资者将血本无归、信达公司6亿债权将无着落、战略投资者的投入将无法弥补等。生存还是毁灭，这一命题在重组过程中始终萦绕在郑百文重组当事人以及各方社会人士的心头。一位法律界人士曾经戏称，如果把风险和不确定性视为同义词的话，那么当时郑百文重组惟一能够确定的就是其成败与否的不确定性，而这也似乎合乎市场化操作的本意。

第三，理性看待问题。如果用“置之死地而后生”来形容郑百文重组，似乎并不全面和客观。事实上，撇开重组中政府行为这一关键因素，郑百文重组最终得以成功同样也离不开大部分有关社会人士的理解和支持，正是有了各方的务实态度和理性精神，才使得郑百文重组一步步走向成功。例如，在处理流通股过户问题上，正是由于各方的理解和支持才能够得到较好解决，从而为郑百文重组铺平道路。

第四，浓重的政府行为。尽管市场化操作是郑百文重组各方一致的共识，但不可否认政府行为在郑百文完成重组的整个过程中所起的巨大作用。应该说，正是有了各级政府的大力支持，郑百文重组才能够一路磕磕绊绊，却处处逢凶化吉。从登记公司同意董事会代办集体股权转让到证监会批准郑百文延长暂停上市宽限期，从郑州市政府为重组成功给予三联的种种优惠到财政部同意将50%国有股零价格转让给三联，还有证监会对三联申请的要约收购豁免、有关部门出具的所谓“公平价格”，都体现了这一点。

如果认为在郑百文重组中政府适度干预是必要的，但从长远来看，或从其产生的示范效应看，政府的深度介入是相当不利的。它会削弱市场机制，透支政府信用，引发市场的投机行为，最终有可能导致整个市场的信用危机。可以说，郑百文重组的成功既有偶然性，也充满必然。就其偶然性来说，从一开始，作为郑百文的第一债权人信达公司，就希望充分利用上市公司这种资源，而且也看到了目前非流通股和流通股的并存和价差。而在当时，郑百文已经是资不抵债的实质上破产的上市公

司，与通常公司是有区别的，因而存在进行此类操作的客观条件。同时，郑百文重组的必然性也反映在各个方面。比如，由于郑百文重组已经牵涉到债权人与股东之间的矛盾，因此需要各方以更加理性的方式寻求“共存”，否则公司退市，各方利益将不复存在。在复杂的环境面前，合作成为解决矛盾的基本出发点，协调各方利益显得尤为重要。

经过三年零七个月漫长而艰苦的努力，郑百文重组才得以完成，其结果也基本令重组各方满意。本案例对我国以后并购工作的开展具有如下借鉴意义：

(1) 在我国的资本市场上，民间资本力量已显示其日益重要的实力和位置，在今后国内并购操作中，重视民间资本的运用、使用更加市场化的操作模式将是大势所趋。

(2) 郑百文重组的一波三折，反映了我国相关法律法规的不健全，随着企业并购的日益增多，如何健全法律法规、规范国内资本市场，尤其是政府部门如何尽快建立真正意义上的破产退出机制，让病态企业该破的破、该退的退，实现真正意义上的市场化运作，是给我国法律界人士提出的迫切任务。但同时，对参与项目运作的相关人员来说，深刻理解有关法律法规，在现有法律框架下不循规蹈矩，敢于进行业务创新，很多时候可能是项目成功运作的关键。

(3) 郑百文重组打破常规思维，进行一系列金融创新，如在企业重组过程同时进行借壳上市、不良资产处置等资本运作，使得人们普遍不看好的郑百文起死回生。因此，随着市场竞争的激烈，随着并购目标的复杂，熟练进行金融创新、灵活运用多种金融工具进行并购方案的设计，是对有关项目人员提出的迫切要求。

(4) 郑百文重组的一大特色就是在重组过程中始终发挥债权人的重要作用，这也为今后的并购工作提出了新要求，指出了新思路，即在充分发挥资本市场作用、体现市场风险的同时，还要重视发挥债权人在并购中的作用。随着市场的规范化，未来的企业债权人将对企业的生死存亡具有越来越大的发言权，这就要求有关人员在操作中，体现债权人的地位，保护债权人的利益，健全信用制度。

第 14 章 | 资产重组方式（一）： 股份制改造

实战技巧

中小企业股份制改造程序及详细步骤有以下三个：

首先，进行股份制改造的基础性工作，对拟改造企业进行资产评估及产权界定。资产评估是由专门的资产评估机构和人员来完成的，它为下一步的产权界定提供了基本的价格依据。这里包括两种可能出现的情况：一是对整体改造的老企业的资产评估及产权界定，二是对拟新建股份制企业各方所投资产的评估及产权界定。前者是针对老企业的整体资产，后者是针对各方拟投的单项资产。资产评估中应该重点注意的问题有两个：一是评估对象如果是国有企业或国有资产时将有一定的审批和确认过程，对评估机构也有一定的资格要求。二是重点选择好对土地的处置方法。最后在资产评估的基础上完成产权界定，其应遵循的原则是“谁投资、谁拥有产权”。一般来说，只要资产评估进行的合理、准确产权界定就容易进行，但有些国有资产的产权界定由于其他因素较多相对复杂。

第二，资产评估和产权界定完成后，依据《公司法》规定建立合理完善的法人治理结构。

股东大会（股东会）是公司的权力机构，它具有决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换董事决定其报酬事项、选举和更换由股东代表出任的监事决定其报酬事项等重大事项决定权。依照现行《公司法》规定“有限责任公司”股东会由2~50人组成（国有独资公司除外），“股份有限公司”的股东大会至少有5人以上为发起人（国有企业改建为股份有限公司的，发起人可少于5人但应采取募集方式设立），但不设上限。若股份制改造设立“股份有限公司”有以后发行股票上市的打算，则应按现行证监会有关规定发起人控制在10人以内。

董事会是公司的执行机构，它直接对股东大会（股东会）负责。其成员是由股东或发起人推举，由股东会或创立大会选举产生，其中董事长是公司的法定代表人，由全体董事会成员选举产生。“有限责任公司”董事会成员为3~13人，“股份有限公司”董事会成员为5~19人，一般都为奇数。

董事会在公司的法人治理结构中具有相当重要的作用，它具有执行股东大会（股东会）决议、制订各项重大方案、决定公司内部管理机构设置、聘任或解聘公司总经理等多项职能，可以说公司经营业绩的好坏董事会应负有主要的责任。

监事会是公司的监督机构，股东大会（股东会）、董事会、监事会在一定程度上体现了西方所倡导的三权分立的原则。公司监事会成员按《公司法》规定一般不得少于3人，其中应有适当比例的职工代表在内。应当注意的是，董事、经理及财务负责人不得兼任监事。

监事会全体成员共同选举一名监事长作为召集人。监事会主要拥有以下监督职权：检查公司财务；对董事、监事执行公司职务时违反法律、公司章程的行为进行监督；当董事和经理的行为损害公司的利益时，要求董事和经理予以纠正；提议召开临时股东大会（股东会）等。

法人治理结构中最下面的一层是总经理，他由董事会聘任或解聘。总经理可以根据公司实际情况拟订内部管理机构设置方案然后报请董事会批准，设置完善公司内部的各职能部门后，公司的管理组织形式基本形成。

在建立法人治理结构过程中，我们应当注意以下几个问题：

突出拟改制企业主营业务内容，避免同业竞争。作为主要发起人或股东应尽量将其与拟改制企业主营业务一致的资产剥离，并投入到拟改制企业当中。这样做的目的主要是给改制企业创造一个公平竞争的环境，避免以后股东与股东、股东与改制企业之间的经济利益冲突。

为了保证建立一个独立自主的法人实体，应尽量避免关联交易。在改制过程中除了一些无法避免的问题如：土地、厂房租赁费用等之外，改制企业不要与主要股东发生其他利益关系，尤其不要在产品销售、存货处理等问题上发生交易关系。

第三，股份制企业应当依据《公司法》、公司章程规定逐渐完善各项内容，确保其规范化运作。

改造成为股份制企业并不是股份制改造的最终目的，企业的股东、董事、监事、总经理及其相关机构应该明确各自职权及义务，最终形成有协调、有配合、有监督的有机组织体。一般情况股份制企业规范化运做过程中经常遇到以下几个问题：

股东会、董事会、监事会职能分不清，对公司具体经营管理上的事务进行直接干预，而不是通过规定途径解决。

监事会在行使检查公司财务职权时，由于本身财务水平较低以至于无从下手。这个问题可通过以下方法来解决：在公司章程中明确规定监事会行使检查公司财务权时可聘用会计师事务所进行，所需费用由公司承担。

董事会对外投资权限没有适当规定。这个问题也可以在章程中加以明确。

在社会主义市场经济条件下进行企业股份制改造有其重要意义：

进行企业股份制改造，建立“自主经营、自负盈亏、自我发展、自我完善”的法人实体是适应社会主义市场经济的必然要求。在市场经济条件下，企业面对激烈的市场竞争，优胜劣汰的竞争结果，没有一个完善的法人治理结构是很难站稳脚跟的。

股份制企业组织结构符合“产权清晰、权责明确、政企分开、管理

科学”现代企业制度的要求。股份制企业所有者是股东；股东大会（股东会）、董事会、监事会、总经理各自职权义务明确；市场经济条件下不受政府计划约束，企业有自己的管理体系；改制后的企业法人治理结构明确，总经理的管理职能清晰，实施管理科学化。

企业进行股份制改造，在各方面符合条件的情况下设立为“股份有限公司”，积极争取发行股票上市以获取大批募股资金，谋求企业的更大发展。

从市场经济发达国家来看，股份制经济发展已相当成熟。及时借鉴国外经验，结合我国实际进行企业股份制改造将会促进我国社会主义市场经济的快速、稳定、健康发展。

经典案例

天正集团创建于1990年，是一家以工业电器为主导产品，集制造、贸易、科研、信息服务等多功能于一体的，跨地区、跨行业的大型经济联合体。集团分别在温州和上海建有两大生产基地，主要生产低压电器、仪器仪表、电源设备、成套设备、电气自动化等80大系列8000余种规格的产品，年产量5000万台（套）。生产的各类电器产品不仅畅销国内，而且出口欧美、中东等50多个国家和地区。

回顾天正的发展历程，大致可分为三个阶段：从1990年9月到1994年4月可谓第一阶段，这期间企业为私营独资业主制，企业的组织形式是早期温州典型的“前店后厂”式的家庭作坊，在这一阶段，初步完成了初始资本的积累。第二阶段，大致是从1994年5月到1996年底，以1994年5月联合七家同样性质的私营企业组建浙江天正集团公司为标志，企业进入了股份合作制阶段。这一阶段，企业已初具规模。但是由于几个主要投资者既是企业的所有者，又是企业的经营者，“两权”并未分离，因此内部股东之间的行为也不够规范。“生产关系”仍然制约着生产力的发展。从1997年初开始，在董事长高天乐的极力主张下，集团公司一次性增资扩股近3000万，吸收新股东80余人，企业从“人合”公司逐步过

渡到“资合”公司，企业发展也进入了一个新的阶段——即较规范的股份制阶段。

在市场竞争中快速崛起且已初具规模实力的天正集团，为什么要在1997年初进行股份制改组？急速地增资扩股和股权的多元化、分散化对初始投资者又意味着什么？作为公司的最大股东和创始人高天乐认为，虽然企业前几年成长较快，在当地也有一定影响，但受单个资本投入的限制就总体实力而言企业还很脆弱，以原有的规模不仅无法同国际上的同类大公司同台较量，就是与国内同行的一些大集团相比，也显得只单影薄。增资扩股壮大企业实力，正是企业进行股份制改组的一个重要动因。另一个重要动因是改造机制、增强企业活力。在实践中，企业经营者深刻地认识到，办好一个企业光靠少数几个人的资本加智慧是远远不够的。你光是叫人家公司为你打工，那是不会长久的，改造企业的机制，吸收广大员工入股，其主要目的就是要让大家成为企业的“老板”，当企业的主人，为自己打工挣钱，从而真正地调动起每个人的工作热情和积极性，增强企业的活力。虽然股权结构多元化后，创业者本人的股比相对下降了，但公司整体实力增强了，抗拒风险的能力增强了，发展的势头也增强了。只有这样，企业的“蛋糕”才会越做越大，每个人分得的份额也才会越来越多。否则，企业活不了，那就什么也没有了。这是股份制改组的初衷，也是改组的理性目标。

案例评析

应该说，股份制，作为资本的一种组织形式，其在理论上已经非常成熟。但具体到某一个企业，情况千差万别，就不能简单地套用理论，照抄书本，而必须实事求是，结合实际，灵活地运用。天正在股份制改组过程中比较准确地把握了三个环节——

首先是合理设置股权结构。股权问题是股份制改组的核心问题。股份结构的设置是否科学、合理，直接关系到股份制改组的成功与否。过去一些国有企业改组时，在内部职工入股问题上，习惯于按平均入股的

原则，人人象征性地出资千把块钱，名义上大家都成了公司的股东，但由于股权过于分散，且结构不合理，体现在生产经营上就是“人人当家做主，人人又做不了主”，主要经营决策者难以独立进行决策管理。人人持股的结果，是持股份额少，而为数众多的员工股东们，对投入的资金回报极为关注，对企业的长期发展却不甚关心，导致企业短期行为严重。实践证明，这种带有福利性质的做法是不成功的。天正在改组过程中，充分考察了企业发展的历史和现况，提出在保证初始投资者绝对控股的前提下，鼓励主要经营管理者入大股，重点吸收中层以上骨干与高学历的技术和管理人员参股，有选择地发展普通员工入股的思路。而且股份的设置是每股1万元，比重较大，股权呈“中间大、两头小”的橄榄型结构。这就打破了股份合作制严格要求的全员持股和股份均衡的原则。这样做的目的，一是为了保障创业者的既得利益不受影响；二是有利于形成统一的权力和决策中心，保持企业发展的连续性和稳定性；三是“少数人占有，多数人受益”，便于经营管理，同时也有助于稳定骨干队伍。考虑到普通员工和生产工人的流动较为频繁，而且受家庭条件和收入水平限制，剩余资金有限，公司只是有选择地发展少部分重要岗位和表现优异的普通员工入股。由于公司连年来经营业绩优良，投资回报丰厚，企业发展势头看好，员工对公司决策者充满信心，前后仅三个多月，就成功吸收新股东80余名，募集股金2600万元，占到了当时总股本的30%左右。加上后来吸收合并进来的成员企业资产2000多万元，集团公司的实收资本已达到1.12亿元（若包括二级子公司，共有股东300多人，集团核心层可控制的资产已超过3个亿）。通过股份制改造，集团公司原始股东的持股比例已由最初的100%下降到现在的30%。这样，既扩大了股盘，壮大了实力，也使企业从“人合”公司逐步过渡到“资合”公司上来。

其次是重构企业内部法人治理结构。在完成增资扩股后，天正把改制的重点转到内部法人治理结构的建立和完善上，以《公司法》为依据，重构集团组织管理体系。改组后，集团公司的治理机构由股东会、董事会、监事会和以总经理为核心的经营班子四个层次组成，形成了一个功能健全、行为规范、约束有力、协调一致又相互制衡的权力机构、决策、

经营和监督系统。

第一，富有特色的股东大会

按照《公司法》规定，有限责任公司的股东人数限定在2~50人，而改制后，集团公司的实际投资者已达到87人，超过了50人的限额。怎么办？经公司创立大会研究，创造性地将股金少于30万元的47个投资者组织起来，成立了一个员工持股会，作为一个大股东，参加公司股东会。持股会以大会的形式，制定了章程，选举产生了理事，并经民政部门登记，取得社团法人资格。这样，就使名义上的股东人数限定在50人以内，符合了公司法和有关工商注册的要求。更有现实意义的是，通过持股会的形式，使实际上的股份公司以有限责任公司的形式存在，这样即使公司的融资渠道更加宽阔，又大大简化了公司的申报手续，提高了工作的效率。

第二，两权分离的董事会

《公司法》规定，董事会是公司的最高决策机构。但在现实中，尤其是民营企业中，要使董事会（特别是董事长）只做一些高层的战略决策而不问具体的生产经营，是很难办到的（因为很多人尤其是老板本人往往担心这样会大权旁落）。这需要有放权的胸怀和革新的胆识。天正在这次股份制改组中，较好地解决了“两权分离”问题。首先，向社会高薪聘请了一位职业经理，并由其组阁组成公司经营班子，全权负责公司日常生产经营管理活动。这样，使董事会“超脱”出来，成为纯粹的决策机构。其次，董事会11名董事中，有4人是经理班子成员，2人为外部非股东董事。这样安排的原因，从内部讲，让经理兼任董事，便于掌握企业动态，做出符合实际的决策；从外部讲，聘请专家兼任公司董事，广泛听取各方面意见，在发扬决策民主化的基础上保证了决策的科学性。再次，董事会下面还成立了两个专门工作委员会，即企业管理委员会和事业发展委员会，并设有政策研究机构和信息情报中心，开展决策调研活动，搜集处理各类信息，保证各项重大决策建立在充分调研和深入分析的基础之上，从而使决策更加科学、准确，也从制度上杜绝了决策的偏差和失误。

第三，运行规范的监事会

集团公司监事会经股东大会推选产生，由7名监事组成，其中5名为内部监事（内部监事动态跟踪管理，了解情况，有利于监督，履行职责），2名为外部监事（外部监事具有公正性和权威性）。监事会下设审计办公室，由4名具有专业技术职称的财会人员组成。监事会的地位很高，监事长与董事长、总经理在行政职别上是一样的，但监事长对股东会负责，有权监督后二者的言行活动是否符合公司章程的规定。公司章程还明确规定，每个员工在任职期间都必须自觉接受监事会的审查和监督。每个中层以上干部，在任职时要宣誓并签订一份承诺书，保证自己的一切言行必须忠于职守、克己奉公，一旦发生徇私舞弊或其他损害公司利益的行为，将受到“一罚五十”的处罚，并以自己投入公司的股金和所享受的年薪作质押。这种严厉的制度，对公司每个人都构成了一个“硬约束”，使每一个人在公司都必须“循规蹈矩”、照章办事，而不能胡作非为、随心所欲。此外，监事会和公司党总支一起还建立了廉政举报制度，全方位、多层次推进公司的勤政廉政建设。所有这些都有力地保证了企业的有序运行和健康发展，也使投资者对公司充满信心。

第四，建立健全了母子公司体制

为使企业集团真正从“工厂制”向“公司制”过渡，天正按产品类别不同，对下属60多家松散层的成员企业进行分类改编，充分运用资本经营原理，进行大规模资产重组，吸收合并同类产品企业，大刀阔斧调整生产布局，按专业化分工需要，实行协作化生产，先后组建了五大生产总公司，这些总公司均为集团公司控股的子公司，实行独立核算。改组后，集团公司作为母公司，不再直接从事产品生产，其原有的生产管理系统也被完全拨掉，整个组织机构呈现“扁平化”态势，其主要职能转变为投资决策、市场开发、技术攻关和组织协调。而各总公司作为子公司，则成为企业的产品制造中心、质量控制中心和成本（利润）中心。

改制后，母子公司两个层次之间通过四条纽带联结成为一个紧密的利益共同体。

（1）资产纽带：集团公司通过资本的投入，对下属各子公司行使资

产所有者的法定权利，实行董事会领导下的总经理负责制，并通过向下属公司委派资产经营者，实行资产经营责任制。资产经营者在集团公司的统一政策规定下负责进行生产经营活动；

(2) 人事纽带：集团公司建立统一的人事管理制度，确保集团公司组织结构和人员结构的优化组合，建立一支高素质的干部、员工队伍，向子公司派出董事，以此影响子公司的重大经营决策；

(3) 财务纽带：集团公司对财务实行“三统一分”，即统一制度、统一资金、统一人事、核算分开。下属子公司形式上是独立经济实体，本质上仍是集团公司内部的二级核算单位，享有生产经营过程中的财务权限。母公司设立内部银行，使整个集团范围内的资金能够统一调剂，保证资金流向效益、效率最高的地方；

(4) 行政纽带：集团公司对下属子公司的发展方向进行规划，下达年度的各项经济技术指标，制订方针、政策、制度，统一运行规范，以强化对下属子公司的管理、监督和调控，确保政令的畅通，从而使全集团成为一盘棋、一股绳。

改制后，天正还确定了集团公司以资本经营为中心、各子公司以利润为中心、各车间以成本核算为中心的管理模式，并围绕这一模式展开三级目标管理，即集团的资本经营把重点放在投资和管理上，成为资本经营中心。子公司以利润为中心，以效益为根本，制订产值、销售收入、费用、成本、质量等指标，根据指标制订年度、季度、月度计划并加以考核，确保目标利润的实现。各车间以优质、高产、低消耗为目标，建立成本核算中心。通过以上措施，形成从上到下一级包一级，从下到上一级保一级的目标责任网络，从而确保集团总目标的实现。

江泽民同志在十五大报告中指出：“股份制是现代企业的一种资本形式，有利于所有权和经营权的分离，有利于提高企业和资本的运作效率。”实践是检验真理的惟一标准。股份制改组的最终成效还是要看它是否促进了生产力的发展，是否促进了企业经济效益的提高。从天正的实践看，股份制改组至少给企业带来了这么几个好处：

(1) 股份制的筹资功能，拓宽了企业的融资渠道，较好地满足了生

产和建设资金的需求，而且自有资金比例的提高和银行负债的下降，使企业经营更加稳健，发展的回旋余地也更大。

(2) 利用资本经营原理，使企业无形资产有形化、货币化，通过控股方式，使企业能够以较少的资金投入控制大量的资产，使企业的资产规模迅速扩大，经济实力显著增强。

(3) 走联合兼并和低成本扩张道路，实行较大规模的资产重组，企业在较短的时间内实现了飞跃性发展。

(4) 股份结构多元化、公众化，有效地增强了企业的凝聚力，分散了经营风险。改制前只有少数几个人持股，少数几个在为企业出谋划策、承担风险；改制后，更多的人持股，为公司着想的人多，每个人承担的风险小了。

(5) 通过“三权”分离这种形式，使引进职业经理和高素质的人才成为现实，（以前老板既是所有者又是经营者，“武大郎”开店，看着高个不顺眼，自然人难进、才难留），摆脱了农民办企业的局限性，从而使企业的管理能力和管理水平大大提高；而相互制衡的内部法人治理机构的形成，则使企业行为更加规范，决策更加科学。

总的来看，天正集团股份制改造取得了十分显著的经济效益和社会效益。从1997年到2001年，五年间，企业累计实现工业产值49.72亿元，利税6.8亿元，年均增长48%以上；其中2001年实现工业产值19.05亿元，利税2.4亿元。

第 15 章 | 资产重组方式 (二): 资产置换

实战技巧

什么是资产置换呢? 所谓资产置换是指上市公司控股股东以优质资产或现金置换上市公司的呆滞资产, 或以主营业务资产置换非主营业务资产等情况, 包括整体资产置换和部分资产置换等形式。资产置换后, 公司的产业结构将得以调整, 资产状况将得以改善。当然, 在资产置换中应注意以下几点:

第一, 双方的公允价值和计税价值。

第二, 换出资产的税的处理和换入资产进项税的处理。

第三, 换出资产在换前的业务处理 (比如: 换出固定资产要先通过清理)。

第四, 换入资产的入账价值。

第五, 流转税和所得税。

第六, 有关部门的文件。

经典案例

1997年10月15日上海房地(集团)公司(以下简称上房集团)与上海纺织控股(集团)公司(以下简称纺织控股)签署股份转让协议, 纺

织控股以每股2 6288元一次性向上房集团转让其所持有的上海嘉丰股份有限公司（以下简称嘉丰股份）国家股6478 1992万股，占总股本的74.69%。经国家国资局（国资企发[1997] 328号）、上海市国有资产管理办公室批准，并经中国证监会证监函[1997] 54号文批准，同意豁免上房集团向嘉丰股份其他股东发出全面收购要约的义务。1997年12月26日，股份转让协议正式生效。上房集团成为嘉丰股份的绝对控股股东，本次股权转让后，嘉丰股份总股本及股本结构不变。

1998年2月28日嘉丰股份召开临时股东大会，审议并通过决议，对嘉丰股份的全部董事会成员和监事会成员进行更换，新选举的董事会和监事会成员均来自于上房集团。同日召开的嘉丰股份第二届董事会第九次会议讨论并通过决议，选举上房集团董事长徐林宝担任嘉丰股份董事长，经董事长徐林宝提议，一致同意聘请嘉丰股份原董事长程介禄为公司特别顾问。该次人事变动于1998年3月2日在《上海证券报》和《中国证券报》上公布。

1998年5月26日嘉丰股份第二届董事会十三次会议公告：为了完善嘉丰股份的资产结构，提高资产质量，决定对嘉丰股份现有的资产进行置换，即以上房集团的科技含量较高的新型建材和基础设施配套建设等优质资产置换公司现有的纺织资产，公司的主营业务由纺织业变更为新型建材和基础设施配套产业。

1998年6月25日，嘉丰股份与控股股东上房集团签署协议，对原纺织资产进行整体资产置换。6月29日，嘉丰股份1997年度股东大会审议通过了《公司资产置换变更主营业务的议案》。根据协议，上房集团将其所属部分优质资产（新型建材与高科技楼宇设备、城市基础设施配套建设产业）与嘉丰股份全部资产按各自评估后的净资产值进行等值置换，置换金额为14028 16万元。会议还以65163863股赞成，57871股反对，8500股弃权审议通过了《关于公司更名的议案》，公司更名为“上海金丰投资股份有限公司”。会议还选举产生了公司第三届董事会成员、监事会成员。通过改组董事会、监事会，上房集团经营层全面入主嘉丰股份（金丰投资），从而保证嘉丰股份（金丰投资）顺利实现上房集团的经营发展战略。

略。

资产置换后的嘉丰股份（金丰投资）除了股票代码（600606）未发生变化外，其主营业务、资产内容等全部发生变更，实际上等于换了一家上市公司，为此，上房集团与嘉丰股份在关于资产重组的公告中，就资产重组的风险因素及对策、公司重要合同及重大诉讼事项等内容，在1998年7月2日《上海证券报》及《中国证券报》等媒体进行了详细披露。嘉丰股份（金丰投资）董事长徐林宝在对原嘉丰股份进行资产置换后表示，公司将尽快改善经营业绩，恢复公司配股筹资能力，并为广大投资者带来丰厚回报。至此，历时8月有余的上房集团并购嘉丰股份暂告一段落，上房集团成功实现了买壳上市。

案例评析

嘉丰股份将现有全部资产及负债经评估确认后与上房集团属下经评估确认后的资产进行置换。置换后，嘉丰股份（金丰投资）的经营能力将获得改善，并最终纳入上房集团的发展战略。本次资产置换值的确实是按市场原则进行处理。嘉丰股份聘请上海大华会计师事务所、上房集团聘请立信资产评估事务所对重组有关资产进行评估和审计，并请上海市资产评估中心进行确认，在上述基础上最后确定本次资产置换值。其重组内容主要有以下五点：

第一，嘉丰股份为了调整经营结构，提高资产质量和经营业绩，实现产业结构和经营结构的战略转移，决定将公司现有全部资产及负债经评估确认后与上房集团属下经评估确认后的优质资产进行置换，资产评估基准日期为1997年12月31日，置换基准日为1998年7月1日，嘉丰股份1998年上半年业绩由原纺织控股资产体现。

第二，嘉丰股份1997年12月31日经大华会计师事务所审计确认的账面总资产为43548.14万元，账面净资产为14095.95万元，经大华会计师事务所评估，截止1997年12月31日，嘉丰股份资产总额为36644.51万元，净资产值为14028.16万元。

第三，上房集团拟置换的资产主要包括：上海红旗新型建材厂、上海兴华绿化公司、上房集团在上海江森房屋设备有限公司、上海金宏房屋设备有限公司、上海房屋置换股份有限公司的部分股权（股权比重分别为50%，45%，21%）以及上房集团开发的部分城市基础设施配套建设项目。经上海立信资产评估事务所评估，截至1997年12月31日，上房集团拟置换资产的股权、配套项目等所代表的资产总计为46374.72万元，净资产合计为14330.66万元。协议规定，本次置换值为14028.16万元，差价部分计入上房集团对嘉丰股份（金丰投资）的应收账款目。

第四，鉴于嘉丰股份原资产主要是与棉纺生产相关的机器、设备与厂房等，同时纺织控股作为嘉丰股份上市前的原上级主管单位，且上市后一直是嘉丰股份的控股母公司的特殊背景，纺织控股承诺将回购从嘉丰股份置换出的全部资产，购回后将以该资产为基础新设一家棉纺企业，继续从事原有行业的生产和经营，同时纺织控股表示将使其享有国家在调整棉纺织业过程中出台的全部优惠政策。

第五，本次资产重组后，考虑到上市公司新产业发展的需求及“嘉丰”品牌在纺织行业中的特殊价值，经嘉丰股份董事会、上房集团及纺织控股三方协商，并由嘉丰股份股东大会通过，决定将嘉丰股份更名为“上海金丰投资股份有限公司”，而将“嘉丰”名称留给纺织控股未来新设立的棉纺企业。

第 16 章 | 资产重组方式 (三): 债务重组

实战技巧

与同样具有消灭债权债务关系功能的破产程序相比, 困难债务重组体现为双方当事人之间的谈判与协议的过程, 法律干预程度较低, 与破产程序的“法定准则”及“司法主导”两大特征形成鲜明的对比。但是, 债务重组既然是当事人之间的协商活动, 也应当贯彻、体现法律对缔约过程所要求的平等、自愿、互利诸原则, 以均衡双方当事人的利益。由于债务重组本身意味着债权人做出了让步, 遭受一定的利益损失, 这就更需要人们关注如何在这一协议过程中实现利益均衡的问题。那么什么是债务重组呢? 所谓债务重组, 又称债务重整, 是指债权人按照其与债务人达成的协议或法院的裁决同意债务人修改债务条件的事项。也就是说, 只要修改了原定债务偿还条件的, 即债务重组时确定的债务偿还条件不同于原协议的, 均作为债务重组。一般地, 下列几种情形不属于债务重组:

- ① 债务人发行的可转换债券按正常条件转为其股权 (因为没有改变条件);
- ② 债务人破产清算时发生的债务重组 (此时应按清算会计处理);
- ③ 债务人改组 (权利与义务没有发生实质性变化);
- ④ 债务人借新债偿旧债 (借新债与偿旧债实际上是两个过程, 旧债

偿还的条件并未发生改变)。

事实上，在众多的债务重组中，其主要的债务重组方式有以下四种：

- ①以低于债务账面价值的现金清偿债务；
- ②以非现金资产清偿债务；
- ③债务转为资本；
- ④修改其他债务条件。

其中前三种属于即期清偿债务，后一种属于延期清偿债务。

通常情况下，债务人与债权人通过以非现金资产、发行权益性证券、修改负债条件等方式进行债务重组后，债权人对债务人会做出部分让步，以便使债务人重新安排财务资金，或得以清偿债务。因此，如果在债务重组中，债务人以非现金资产或发行权益性证券的公允价值大于债务人应偿还的债务，则债权人没有在债务重组过程中做出让步，在这种情况下，也可不视为是一种债务人发生暂时性财务困难而进行的债务重组。应当在“资产负债表”的流动资产项目中分别反映：“期货会员资格投资”包括在“资产负债表”中的“长期股权投资”项目内；“期货损益”在“利润表”上单列项目反映；企业年度内申请退会、转让或被取消会员资格而收回的会员资格投资，应作为投资活动，在“现金流量表”中反映。

另外，在会计报表附注中，应当披露“期货会员资格投资”、“提交质押品的账面价值”以及“持仓合约的浮动盈利”等。

因此，作为中小企业来说，要做好债务重组，其会计处理非常必要。

第一，以资产清偿债务（包括以货币性资产和非货币性资产）

(1) 以现金清偿债务。以现金清偿债务的，债务人应当在满足金融负债终止确认条件时，终止确认重组债务，并将重组债务的账面价值上与实际支付现金之间的差额，计入当期损益。以现金清偿债务的，债权人应当将重组债权的账面余额与收到的现金之间的差额，计入当期损益（营业外支出）。债权人已对债权计提减值准备的，应当先将该差额冲减减值准备，冲减后尚有余额的，计入营业外支出（债务重组损失）；冲减后减值准备仍有余额的，应予转回并抵减当期资产减值损失。

(2) 以非现金资产清偿债务。债务人以非现金资产清偿债务的，应当在符合金融负债终止确认条件时，终止确认重组债务，并将重组债务的账面价值与转让的非现金资产的公允价值之间的差额，计入当期损益（营业外收入）。转让的非现金资产的公允价值与其账面价值的差额为转让资产损益，计入当期损益。

债务人在转让非现金资产的过程中发生的一些税费，直接计入转让资产损益。对于增值税应税项目，如债权人不向债务人另行支付增值税，则债务重组利得应为转让非现金资产的公允价值和该非现金资产的增值税销项税额与重组债务账面价值的差额；如债权人向债务人另行支付增值税，则债务重组利得应为转让非现金资产的公允价值与重组债务账面价值的差额。债务人以非现金资产清偿债务，债权人在债务重组日，重组债权的账面余额与受让非现金资产的公允价值之间的差额，在满足金融资产终止确认条件时，计入当期损益。债权人已对债权计提减值准备的，应当先将该差额冲减减值准备，冲减后尚有余额的，计入营业外支出，冲减后减值准备仍有余额的，应予转回并抵减当期资产减值损失。

对于增值税应税项目，如债权人不向债务人另行支付增值税，则增值税进项税额可以作为冲减重组债权的账面余额处理；如债权人向债务人另行支付增值税，则增值税进项税额不能作为冲减重组债权的账面余额处理。

债权人收到非现金资产时，应按受让的非现金资产的公允价值计量。债权人发生的运杂费、保险费等，也应计入相关资产的价值。

1) 以库存材料、商品产品抵偿债务

债务人以库存材料、商品产品抵偿债务，应视同销售进行核算。企业可将该项业务分为两部分：一是将库存材料、商品产品出售给债权人，取得货款。出售库存材料、商品产品业务与企业正常的销售业务处理相同，其发生的损益计入当期损益；二是以取得的货币清偿债务。但在这项业务中并没有实际的货币流入与流出。

2) 以固定资产抵偿债务

债务人以固定资产抵偿债务，应将固定资产的公允价值与该项固定

资产账面价值和清理费用的差额作为转让固定资产的损益处理。将固定资产的公允价值与公允价值与重组债务的账面价值的差额，作为债务重组利得。债权人收到的固定资产按公允价值计量。

3) 以股票、债券等金融资产抵偿债务

债务人以股票、债券等金融资产抵偿债务，应按相关金融资产的公允价值与其账面价值的差额，作为转让金融资产的利得或损失处理；相关金融资产的公允价值与重组债务的账面价值的差额，作为债务重组利得。债权人收到的相关金融资产按公允价值计量。

第二，将债务转为资本

将债务转为资本，应分别以下情况处理：

(1) 债务人为股份有限公司时，债务人应当在满足金融负债终止确认条件时，终止确认重组债务，并将债权人因放弃债权而享有股份的面值总额确认为股本；股份的公允价值总额与股本之间的差额作为资本公积。重组债务的账面价值与股份的公允价值总额之间的差额作为债务重组利得，计入当期损益（营业外收入）。

(2) 债务人为其他企业时，债务人应当在满足金融负债终止确认条件时，终止确认重组债务，并将债权人因放弃债权而享有的股份份额确认为实收资本；股权的公允价值与实收资本之间的差额确认为资本公积。重组债务的账面价值与股权的公允价值之间的差额作为债务重组利得，计入当期损益（营业外收入）。

(3) 债权人在债务重组日，应当将享有股权的公允价值确认为对债务人的投资，重组债权的账面余额与因放弃债权而享有的股权的公允价值之间的差额，先冲减已提取的减值准备，减值准备不足冲减的部分，或未提取损失准备的，将该差额确认为债务重组损失。以债务转为资本的，债权人应当将因放弃债权而享有的股权按公允价值计量。发生的相关税费，分别按照长期股权投资或者金融工具确认计量的规定进行处理。

第三，修改其他债务条件

以修改其他债务条件进行债务重组的，债务人和债权人应分别以下情况处理：

(1) 不附或有条件的债务重组

不附或有条件的债务重组，债务人应将重组债务的账面余额减记至将来应付金额，减记的金额作为债务重组利得，于当期确认计入损益。重组后债务的账面余额为将来应付金额。

以修改其他债务条件进行债务重组，如修改后的债务条款涉及或有应收金额，则债权人在重组日，应当将修改其他债务条件后的债权的公允价值作为重组后债权的账面价值，重组债权的账面余额与重组后债权账面价值之间的差额确认为债务重组损失，计入当期损益。如果债权人已对该项债权计提了坏账准备，应当首先冲减已计提的坏账准备。

(2) 附或有条件的债务重组

附或有条件的债务重组，对债务人而言，修改后的债务条款如涉及或有应付金额，且该或有应付金额符合或有事项中有关预计负债确认条件的，债务人应当将该或有应付金额确认为预计负债。重组债务的账面价值与重组后债务的入账价值和预计负债之和的差额，作为债务重组利得，计入营业外收入。

对债权人而言，修改后的债务条款中涉及或有应收金额的，不应当确认或有应收金额，不得将其计入重组后债权的账面价值。根据谨慎性原则，或有应收金额属于或有资产，或有资产不予确认。只有在或有应收金额实际发生时，才计入当期损益。。

第四，以上三种方式的组合方式

(1) 债务人以现金、非现金资产两种方式的组合清偿某项债务的，应将重组债务的账面价值与支付的现金、转让的非现金资产的公允价值之间的差额作为债务重组利得。非现金资产的公允价值与其账面价值的差额作为转让资产损益。

债权人应将重组债权的账面价值与收到的现金、受让的非现金资产的公允价值，以及已提坏账准备之间的差额作为债务重组损失。

(2) 债务人以现金、将债务转为资本两种方式的组合清偿某项债务的，应将重组债务的账面价值与支付的现金、债权人因放弃债权而享有的股权的公允价值之间的差额作为债务重组利得。股权的公允价值与股

本（或实收资本）的差额作为资本公积。

债权人应将重组债权的账面价值与收到的现金、因放弃债权而享有股权的公允价值，以及已提坏账准备之间的差额作为债务重组损失。

（3）债务人以非现金资产、将债务转为资本两种方式的组合清偿某项债务的，应将重组债务的账面价值与转让的非现金资产的公允价值、债权人因放弃债权而享有的股权的公允价值之间的差额作为债务重组利得。非现金资产的公允价值与账面价值的差额作为转让资产损益；股权的公允价值与股本（实收资本）的差额作为资本公积。

债权人应将债权的账面价值与受让的非现金资产的公允价值、因放弃债权而享有的股权的公允价值，以及已提坏账准备的差额作为债务重组损失。

（4）债务人以现金、非现金资产、将债务转为资本三种方式的组合清偿某项债务的，应将重组债务的账面价值与支付的现金、转让的非现金资产的公允价值、债权人因放弃债权而享有股权的公允价值的差额作为债务重组利得；非现金资产的公允价值与其账面价值的差额作为转让资产损益；股权的公允价值与股本（或实收资本）的差额作为资本公积。

债权人应将重组债权的账面价值与收到的现金、受让的非现金资产的公允价值、因放弃债权而享有的股权的公允价值，以及已提坏账准备的差额作为债务重组损失。

（5）以资产、将债务转为资本等方式清偿某项债务的一部分，并对该项债务的另一部分以修改其他债务条件进行债务重组。在这种方式下，债务人应先以支付的现金、转让的非现金资产的公允价值、债权人因放弃债权而享有的股权的公允价值冲减重组债务的账面价值，余额与将来应付金额进行比较，据此计算债务重组利得。债权人因放弃债权而享有的股权的公允价值与股本（或实收资本）的差额作为资本公积；非现金资产的公允价值与其账面价值的差额作为转让资产损益，于当期确认。

备受关注的三九集团巨额债务重组方案终于尘埃落定。组建于1991年的三九企业集团是国务院国资委直接管理的国有大型中央企业，前身是深圳南方制药厂。集团旗下拥有上市公司三九医药及20余家医药生产企业，拥有近1000个中西药产品和覆盖全国的医药销售网络。重组前身背百亿债务，截至2006年12月25日，包括上海实业与摩根士丹利组成的联合体、复星集团、德意志银行与中信证券组成的联合体、华润集团、新世界集团（联合体）等五组潜在战略投资者递交了重组方案，国资委最终选定央企华润获得重组权。三九医药发布公告披露，《三九集团债务重组协议》生效后，三九集团将获44.57亿元用以清偿全部三九集团和S三九的重组债务本金、S三九的欠息等。

S三九发布的公告披露，经国务院批准，三九企业集团及其下属企业的20家金融债权人组成三九集团债权人委员会，同意对三九集团债务重组。此次重组的核心内容是，债务重组协议生效日起一个月内，债务人三九集团及下属企业、战略投资者华润（集团）有限公司、收购方新三九控股有限公司共同作为偿付方，向债权人一次性全额支付人民币44.57亿元，用以清偿三九集团和S三九的债务本金、S三九的欠息及诉讼费。

本次债务重组，三九医药重组债务为人民币35.94亿元。其中，三九医药因对三九药业部分债务及三九生化部分债务提供担保还需承担5.14亿元。偿付方自债务重组协议生效日起1个月内向债权人一次性全额支付人民币44.57亿元，用以清偿全部集团层面和三九医药层面重组债务本金、三九医药层面欠息以及诉讼费。

三九医药称，债务重组协议的签订，是三九集团引进战略投资者的前提，是三九集团解决资金占用问题的关键。本次签署的债务重组协议为三九集团整体债务重组协议，与三九医药的清欠密切相关。重组前，由于大股东三九集团已严重资不抵债，无力清偿对公司的巨额资金占用，必须通过本次债务重组及引进战略投资者才能彻底解决对三九医药的资

金占用。另外，债务重组后，三九医药向银行借款不超过人民币6亿元。

以上方案的敲定，对于三九集团的核心企业——上市公司S三九而言，可谓了却一块长期的心病。

公告显示，为S三九解决的债务占到了本次债务额的80%。值得注意的是，债务重组完成后，债权人同意豁免所有S三九层面重组债务相关的罚息及复利；解除S三九对相关重组债务的担保责任；解除所有与S三九层面重组债务相关的抵押、质押及查封、冻结，并对其提起的所有与重组债务相关的诉讼案件、仲裁案件及执行案件予以撤诉或撤销申请执行。

招商证券分析师李阳认为，对于三九如此庞大的债务基数，罚息和复利也是一笔巨款，此番债权人同意豁免罚息，并“网开一面”地解除担保责任和抵押、予以撤诉，对于S三九无疑是非常重大的利好，为三九集团和S三九免去了很多后续的麻烦。

公告还显示，债务重组后，S三九预计负有不超过人民币6亿元的银行借款。李阳表示，6亿的银行借款对于S三九这样一个大型医药上市公司而言，是非常正常的负债额度，实现了“轻装上阵”，而且S三九的基本面和业绩都尚佳，从此可以专注于提升业绩。

在二级市场上，此方案的推出也得到了投资者的认可和追捧，S三九开盘即直接无量封涨停。不过，对于三九集团近百亿债务余下部分的处置办法，公告并没有说明。S三九董事会秘书周辉表示，公告重点披露了有关上市公司的内容，但涉及集团层面的细节，不在公告需要披露的范围内。

三九集团自2003年底陷入资不抵债境地后，生产经营出现严重的信用和债务危机。2004年7月，国务院批准对三九集团实施债务重组。2007年3月16日，国务院国资委发布通告，选定华润（集团）有限公司为三九重组的战略投资者。六天后，一家全新的公司——新三九控股有限公司在国家工商总局注册，拟管理重组三九的资产。到10月债务重组协议签订后，华润集团将成为国内最大医药集团，实力也与国内的中生集团、中国国药集团等大大拉开。

北京证发投行分析师王坚称，从2006年开始，华润集团就重组了华

源集团，并收购了深国投51%的股权。在重组三九集团债务后，华润集团的规模将进一步膨胀。但另一个方面，华润集团收购华源、三九这些高债务公司也耗费超过百亿元的资金，如何整合重组三九，对华润而言，是一个不小挑战。（本案例来源于：《京华时报》，作者：张春健、杨璐）

案例评析

三九医药发布公告称，三九医药作为三九集团下属核心企业，将签署《三九集团债务重组协议》。经过多方商议，最后，由华润集团、新三九控股有限公司、三九集团及其下属企业在自债务重组协议生效日起1个月内向债权人一次性全额支付人民币4457002080元，用以清偿全部集团层面和三九医药层面重组债务本金、三九医药层面欠息以及诉讼费。

据了解，签署债务重组协议的债权人是与三九集团及其下属企业发生直接债务及或有债务关系的债权人委员会成员单位，共有20家金融债权人，签署债务重组协议的债务人为三九集团及其下属企业（含三九医药及其下属企业）。

本次重组债务包括三个部分，分别为三九集团层面重组债务、三九医药层面重组债务以及三九生化（000403）、深圳市三九医药连锁股份有限公司及其控股的各级子公司重组债务。

而三九医药层面重组债务（截至债权债务核实日2007年6月20日）本金共计人民币3594217187元；其中，三九医药因对三九药业部分债务及三九生化部分债务提供担保而需要承担连带还款责任的债务本金共计513748415元。

同时，三九集团作为大股东，也占用了三九医药37.4亿元的非经营性资金。重组前，三九集团已严重资不抵债，无力清偿对公司的巨额资金占用。必须通过本次债务重组及引进战略投资者才能彻底解决对三九医药的资金占用。2007年4月份，国资委批准华润集团作为战略投资者，重组三九集团。而在4月底，三九医药曾公布大股东清欠方案：以现金偿还

约23亿元，以资抵债约11亿元，债务重组约3~4亿元。但由于清欠与大股东资产重组重组相关联，且清欠协议的部分条款需与债务重组协议的有关约定一致，三九集团债务重组协议无法签订之前，清欠方案一直无法实施。因此，三九医药董事会曾于7月份发布公告向投资者致歉。

公告称，债务重组完成后，债权人同意豁免所有三九医药层面重组债务相关的罚息及复利；解除三九医药对相关重组债务的担保责任；解除所有与三九医药层面重组债务相关的抵押、质押及查封、冻结，并对其提起的所有与重组债务相关的诉讼案件、仲裁案件及执行案件予以撤诉或撤销执行申请。而协议生效还必须经由协议各方法定代表人或授权代表签字并加盖公章；并报经国务院或国家有关部门批准。

三九医药称，债务重组协议的签订，是三九集团引进战略投资者的前提，是三九集团解决资金占用问题的关键。本次签署的债务重组协议为三九集团整体债务重组协议，与三九医药的清欠密切相关。重组前，由于大股东三九集团已严重资不抵债，无力清偿对公司的巨额资金占用，必须通过本次债务重组及引进战略投资者才能彻底解决对三九医药的资金占用。另外，债务重组后，预计三九医药银行借款将不超过人民币6亿元。协议的签订有利于改善公司财务状况，降低或有风险，偿付方通过向债权人一次性偿付，有助于解决对三九医药的资金占用问题；同时基本解决了以前年度形成的对外担保，降低了或有风险。

第 17 章 | 资产重组方式 (四): 债转股

实战技巧

所谓债转股,是指国家组建金融资产管理公司,收购银行的不良资产,把原来银行与企业间的债权债务关系,转变为金融资产管理公司与企业间的控股(或持股)与被控股的关系,债权转为股权后,原来的还本付息就转变为按股分红。国家金融资产管理公司实际上成为企业阶段性持股的股东,依法行使股东权利,参与公司重大事务决策,但不参与企业的正常生产经营活动,在企业经济状况好转以后,通过上市、转让或企业回购形式回收这笔资金。也就是说,由金融资产管理公司作为投资的主体,将商业银行原有的不良信贷资产——也就是国有企业的债务转为金融资产管理公司对企业的股权。它不是将企业债务转为国家资本金,也不是将企业债务一笔勾销,而是由原来的债权债务关系转变为金融资产管理公司与企业间的持股与被持股、控股与被控股的关系,由原来的还本付息转变为按股分红。

从国际关系来看,债转股指债务国在面临经济困难或是信贷评级下滑时,以本国货币按市场状况以一定的折扣赎回外债。债权人随后以债务国货币投资于该公司的公司,将原来的债权转换成股权。这种情形被称为债务国将债务证券化了。

当然,目前实施的政策性债转股,其内涵和整个模式已经从改革和

发展两方面扩展了。从改革意义来说，债转股的内在含义实际上与十五大所规定的推进现代企业制度、发展多元化产权结构和国有资本实施战略性重组这些改革目标密切联系在一起，为这些改革提供了一个好的契因和条件。从发展方面看，与解决我们目前国有企业面临的许多重大难题有密切关系。债转股不意味着国家或有国家背景的金融机构把企业的烂账认下来，而是淘汰旧的生产能力、调整产权结构、促进技术设备更新，以及在全社会的空间实现资源优化配置等。其优势主要体现在以下几个方面：

第一，它把银行不良资产盘活，把银行不良资产分离出去，转为企业的股权，这样，就可大力提高银行的信用地位，从而搞活银行的资金。通过银行来使企业重组，改变单一的国有资本，增加国有资本的活性。

第二，强化对企业的经营监督。在我国，资本市场不发达，国有企业资金严重依赖银行贷款，但银行的债权人地位使得银行无法约束企业的行为。当前，存在一个突出现象是，银行的债权纠纷由于种种原因在法院很难取得胜诉，即使取得胜诉，也无法执行实施。实行债权转股权后，银行取得对企业的监管权，就能增加对债务企业的约束力度，防止企业经营行为短期化，保障银行权益。

第三，减轻国有企业负担，有利于实现国有企业脱困目标。企业“债转股”有如下重点：

(1) 集中解决在经济发展中起举足轻重作用的大型、特大型国家重点企业；

(2) 支持近十余年来承担国家重点项目的企业减轻债务包袱，促使其尽早达产达效，产业升级；

(3) 围绕国有大中型骨干企业三年改革与脱困两大目标，促使亏损企业中符合条件的企业扭亏和转制。国有企业脱困的目标艰巨，债务问题是其主要梗阻之一。债转股后，企业不用还本付息，负担随之减轻；同时资产负债表也趋于健康，便于企业获得新的融资。而且，债转股触及企业的产权制度，推动企业尽早建立新的经营机制

第四，社会震动小，容易得到各方支持。债转股兼顾了财政、银行、

企业三方面的利益。国家银行债权变股权，没有简单勾销债务，而是改变了偿债方式，从借贷关系改变成不需还本的投资合作，既没有增加财政支出，又减轻了企业还债负担，银行也获得了管理权。这是一种现实代价最小的债务重组方案，社会震动小，所以，可以在较大规模上运用，有利于在较短时间内收到解脱国家银行和国有企业债务症结的成效。

既然债转股的优势如此明显，那么什么样的企业可实施债转股呢？对此，业内专家撰文指出，国家对可实施债转股企业的范围做了限定。之所以要做限定：一是国家可用于债转股的资源有限，债转股需要国家财政、银行出资承担部分坏账损失，需要动员资本市场资金，需要采用某些特殊倾斜政策。这些资源十分有限。二是债转股不宜广泛使用，债转股在减轻企业债务负担的同时有可能产生软化企业贷款约束、诱发赖债逃债、转嫁风险等负效应，因此实施范围不宜过大，债转股所选择的企业，应是资本上严重不足、负债率过高、经营行为端正、债转股后可取得良好效果的企业。

国家划定的可实施债转股的企业范围，主要包括20世纪80年代后半期以来由于靠商业银行贷款和外债建成投产、缺乏资本金、国家安排用贷款改建。扩建等原因造成过多负债亏损的企业和地位重要、困难很大的大型企业，这些企业必须是工艺装备和管理水平较高，有市场潜力，债转股后可扭亏为盈，这样划定的范围表明了国家选择债转股企业所重视的几个因素：

- (1) 企业靠贷款建成并运营，缺乏资本金；
- (2) 地位重要、困难很大的国家重点企业；
- (3) 企业实物资产素质优良，经营效益良好；
- (4) 企业亏损及不良负债的关键原因是负债过重而不是经营不善等原因，对企业债转股减轻负债可实现扭亏为盈。

这几个因素中，最基本的是第四点，即强调企业不良负债主要不是由于企业自身经营原因而是由经济体制政策缺陷等原因所引起。企业不良负债由经济体制政策缺陷所造成，是企业要求不良负债应由国家出面解决和国家合理选择债转股企业的基本依据，企业靠贷款建成并经营、

资本金不足，被看做是辨别不良负债是由宏观体制原因所引起的最重要因素。

重视选择对设备精良、工艺先进、经营效益好的不良负债企业进行债转股，更明确界定造成企业不良负债的原因不在于企业经营效益不好而主要在于创建企业的投资决策。这种不应由企业承担解决的不良负债与资本金问题有关。其他因素与此因素相比都存在着难以将造成不良负债的体制政策原因与企业经营不善原因分清的问题。如国家重点、地位重要、规模大、困难大等，主要体现了国家对国有大型企业的政策倾斜，而这种政策倾斜最容易产生投资失误。贷款约束软化、经营效率低下等问题。选择债转股企业应根据不良负债原因进行。可实施债转股的企业应是经营效益良好、实质资产未受损害的企业，这类企业的不良负债主要与企业创建时的投资决策及资金运用有关，与企业自身经营无关，企业投产后难以还贷付息，难以提高经营效益解决不良负债。国家确定的债转股企业的选择条件，对造成企业不良负债的体制原因突出重视的同时，对企业减轻债务负担要求、国家重点项目企业，资产装备优良的大型企业等因素也很重视。很多企业和部门提出债转股要求，主要以企业债务负担过重为由，淡化或回避造成企业不良负债的责任。面对企业及一些部门不分原因地要求减轻债务负担的强烈倾向，金融资产管理公司在选择债转股企业时应应对这些问题做出界定和说明。

当然，债转股对于中小企业的资本经营来说，可以根据其自身的特点进行实施，有的还可以通过债转股对企业进行资产重组。债转股比其他减免企业债务措施的优越之处在于，金融资产管理公司对企业债转股后获得了持股权，可借此参与或控制企业，重组企业，从更深层、更根本的企业体制改革入手解决不良负债问题。金融资产管理公司对债转股企业可能会有不同程度的持股权，从而对企业的重组过程的操作及重组效益的实现会有所不同。金融资产管理公司对债转股企业的控股重组，由弱至强，大致有三种情况：

第一种，减轻企业债务负担。金融资产管理公司对企业持股较少，影响力或控制力较弱，主要以减轻企业负债负担的方式解决企业不良负

债问题。债转股之后，企业债务负担减轻，利息成本支出减少，资产负债状况改善，有可能扭转亏损，使金融资产管理公司所持股权变成优良股权，实现追回不良资产损失的目标。但金融资产管理公司介入企业内部体制调整的力度不大，如果企业经营机制不改进，企业债务负担靠债转股而减轻，易于产生贷款约束软化的趋势，可能还会产生新的亏损和不良负债；即使扭亏为盈，也主要是因为享受免债优惠政策，没有整改措施，不能服人，容易对其他不良负债企业产生等待或追求国家减债政策的逆向引导效应。

第二种，尽快退回资产权益。金融资产管理公司对企业债转股后持有较强控股权。在不能使企业很快扭亏为盈的情况下，金融资产管理公司主要采取清理追索债务，产权交易变现等方式尽快追回资产权益，并加强对企业经营班子的监督，阻止损害资本权益人的行为继续扩大。金融资产管理公司出于尽快追回资产权益的策略选择，既可能采取与优良资产结合重组的方式使企业资产质量提高，也可能采取低价变现资产的做法使企业发展受损。

第三种，控股重组企业。金融资产管理公司通过债转股获得企业控股权，对企业的经营体制进行大力度的调整重组。在资产方面，采取增加投入，并购企业等措施改善资产质量，壮大企业实力，提高资本增值能力；在经营及体制方面，调整重组企业经营班子，建立产权明晰，权责分明的企业体制，提高企业经营效率，扭亏为盈，消除导致产生不良负债的企业体制及企业行为缺陷，实现企业健康有效率的发展，金融资产管理公司可在企业重组取得良好效益以后的适当时期，在企业资产升值的优势交易条件下转让股权，收回资金，甚至获得增值收益。

上述三种情况，第一种，债转股偏重减轻企业债务负担，与其他减免债务措施区别不大，难以取得好的效果。第二种，金融资产管理公司采取尽快收回权益的措施，与其他处理不良债务措施相比，追回资产权益的可靠性提高，但存在着金融资产管理公司短期行为损害企业发展及导致国有资产损失的风险。第三种，金融资产管理公司企业凭借控股权对企业进行全面大力度的调整重组，主要从体制深层次上解决企业不良

负债及亏损问题，以构建有效率的经营体制、增大资产权益压力、加强企业经营的途径以消除不良负债，可实现比其他减债措施更好的效果。债转股应当重视采用这种方式。

金融资产管理公司对企业的控股况下，如果金融资产管理公司不能对债转股企业控股实施增大压力的改组改造，则债转股效果如何将主要取决于企业自主行为，单靠债转股前对企业的挑选，难以分离或消除企业不当行为的风险。在不良负债企业普遍期望享受国家减免债务优惠以便摆脱债务压力的情况下，如果金融资产管理公司不能对债转股企业控股实施增大压力的改组改造，那么债转股可能会是债权损失风险最大的一种处理方案。债权转为股权后，债权人失去了对不良贷款本息的追索权，股权人则背上了企业亏损风险及企业不道德经营行为风险，可能遭受企业亏损不支付红利造成的收益损失以致企业破产造成的股本金损失。企业在无盈利状态下无须对股权人支付红利而必须对债权人支付利息，而且在国有企业产权不明，国有股东权益压力软弱，监管不力的情况下，债转股使企业可将债券压力及偿债风险转移给金融资产管理公司。在企业投资与其收益良好且缺少资金的情况下，企业愿意背负付息还本的负担借贷投资，但在企业投资失败陷入严重亏损困境后，债券转股权则给企业带来减轻利息负担，推卸投资损失的好处。在国有企业产权改革难度较因而相对滞后的情况下，对国有企业来说，模糊的国有股权压力比国有银行债权压力弱的多。企业无论盈亏都必须按贷款利率对银行付息，而且企业拖欠的贷款本息会收到银行不再对其贷款的惩罚。然而，企业对股东旨在有盈利时才可能分红。在国有股权对企业控制软弱的情况下，企业经营者可有意减少盈利或维持亏损甚至假造亏损而对股权人根本不分红，或者不作利润再投资致使国有资本权益得不到应有的增大。债转股有可能使企业在免除债务负担后获得无偿享用股权资本金的好处，是债权权益和股权权益双双落空。面对权益损失的风险，金融资产管理公司必须获得对债转股企业控股及经营控制权，保证资产状况改善及股权权益的实现。

实施债权转股权是国务院决定的搞活国有大中型企业、实现三年国企脱困的重大举措。1999年9月2日，中国信达资产管理公司与北京建材集团共同签订了北京水泥厂债转股协议书。北京水泥厂也由此成为中国首家债转股试点企业。

北京水泥厂是日产二千吨水泥的国有大型骨干企业，但该厂过去在投资建设期间，曾向建设银行贷款51亿元人民币，到1998年底本息总额已达9.68亿元。过重的债务负担，使这家工厂的生产经营面临着严重困难。

1999年3月份，国务院批准组建中国信达资产管理公司，进行剥离、处置银行不良资产，推动国企改革的试点工作。信达公司成立以后，将债权转股权作为工作重点，通过实施债权转股权，努力盘活不良资产，同时使实施债权转股权的国有大中型亏损企业优化资产负债结构，促进现代企业制度的建立，实现企业扭亏为盈。

北京水泥厂的母公司北京建材集团经过与信达资产管理公司的友好协商，在对北京水泥厂进行资产评估、企业财务评价的基础上，就北京水泥厂债权转股权的原则、转股金额、股权回购等问题达成了一致意见，并确定了转股方案。

据悉，实施债权转股权后，北京水泥厂1999年就实现扭亏为盈。自2000年起，每年实现利润二千万元以上。资产负债率由原来的80.1%下降为32.4%。同时，企业通过资产剥离，减员增效并成立由北京建材集团和信达资产管理公司为股东的有限责任公司，建立现代企业制度，完善公司法人治理结构，促进企业经营机制的转换，使企业步入良性循环。

从实践中看，债转股确实取得了某些效果。但是必须认识到，真正实现这一政策设计的目标，目前受太多外部因素的制约，如果不能切实解决这些问题，将使整个债转股政策的效果大打折扣。

第一，首先通过债转股，引入资产管理公司，达到控制权的转移，减少政府干预的目的，应注意处理好地方政府的利益。地方政府本身是具有独立利益的主体，在实际债转股前，它可以凭企业所有者的角色，控制企业，占有企业资源。但实行债转股后，所有权人变为资产管理公司，地方政府无权干预企业内部经营，而且为了帮助企业获得债转股政策实施资格，地方政府还要承担接受非营运资产剥离的任务，负责下岗职工的安置等。

因此，在设计债转股方案时，应注意处理资产管理公司、债转股企业和地方政府三者之间的利益关系。地方政府作为利益主体应该明白实行债转股的企业都是亏损大户，如果不能一举扭转这种局面，从长远来看将是地方财政的包袱，而解决这一问题仅仅依靠地方政府的力量是不够的。债转股政策有助于解决这一问题，但它不是免费的，为了保证资产管理公司顺利接管债转股企业，实现正常经营，地方政府必须承担一定的义务，放弃对企业的控制权，接收剥离的非营运资产。

从短期来看的确地方政府做出了一定的牺牲，但从长期利益来说，债转股企业的扭亏是地方政府最大的利益所在。所以在转移控制权的过程中，切实保证非营运资产的剥离，切断日后政府干预企业正常经营的途径，有利于保证资产管理公司的所有人权利。当然由于实施债转股的企业规模较大，负担较重，而地方财力有限，在剥离过程中，也应考虑到地方的承受能力，不妨将主营业务资产与非主营业务资产分设为两个独立主体，地方政府既可接收非主营业务部分，也可接收后委托给资产管理公司代管，并支付一定的费用，这样即可保证两者的产权清晰，又可避免因地方政府财力有限而耽误债转股政策的有效实施。

第二，资产管理公司作为股权代表，行使好所有者的角色，建立起新的现代化的公司法人治理结构，有赖于股权结构的多元化。

旧有的国企法人治理结构中突出的问题是所有者虚置，无人对资产运用的盈亏最终承担责任，在这种情况下，基于委托人——代理人模式下建立的监督与激励机制失效，产生了“内部人控制”，使得整个国企经营管理混乱，效益差。

引入资产管理层的监督和激励，但资产管理公司本身是国有企业，从产权最终的归属而言，同以前没有本质的区别，而且资产管理公司作为一个阶段性的经营管理机制，最终的亏损都由国家来兜底。在这种情况下，资产管理公司仍然可以负盈不负亏，尽管资产管理公司内部的激励约束机制设计有利于减少出现对债转股企业新的“内部人控制”的问题的可能性，但是产权结构的单一与委托——代理层次的复杂化并不能从根本上解决这一难题。因此在构建企业法人治理结构是不能一味的依赖于资产管理公司，多元化的股权结构有利于从产权角度根本解决这一问题。由此可考虑在设计债转股方案中，当事人完全可以把眼光放远一些，不必拘泥于原有债务人和资产管理公司。通过债转股，以主营资产设立新公司，引入国内自然人、法人、其他经济组织，甚至外国投资者参股。真正的多元化的股东股权结构有利于治理结构的真正建立，而且新公司还可以获得新的现金流入，比单纯的债转股存量调整对企业有意义。

第三，即使企业本身的法人治理结构通过资产管理公司得到规范，作为一个正常企业，并不一定能保证企业盈利使资产管理公司安全退出，社会保障体制的建立刻不容缓。

无论是债转股前还是债转股后，企业优胜劣汰的机制都是市场经济激烈竞争的必然产物，市场的退出有利于资源的流动和重新配置。而退出机制的建立依赖于健全的社会保障体系。当前我国的国企改革面临的一大困境就在于缺乏完善的社保体系，而实施债转股后的企业也同样不能回避这一问题。但实施债转股毕竟将这一当前突出的矛盾后移，为构建完善的社保体系争取了时间，由此可能造成的一定损失是不得不付的

成本，随着中国经济的发展，也是可以承受的。但是利用这一有限的时间，构建完善的社会保障体系，为日后国有企业基于市场原则建立优胜劣汰机制打下基础，这一任务刻不容缓。

第四，就算公司有赢利，依靠现有的市场并不能保证资产管理公司有通畅的退出通道，资本市场的深化过程需要加速。

作为阶段持股，资产管理公司最终要将股权退出现有的投资领域，收回投资。股权无论是通过转让、上市、回购哪种途径，都必须依靠有一定深度和广度的资本市场。而目前我国资本市场结构单一，市场主体结构不合理，这些因素都会影响资产管理公司所持股权的流动性和风险分散能力。因此，大力发展资本市场，通过资本市场的深化为资产管理公司提供一个通畅的退出通道，对确保债转股政策的成功有重要意义。深化市场应从两个层面入手：构建场内外交易的多层次的股权流通市场和积极引入保险基金，投资基金等机构投资者等多种方式扩充市场容量，优化市场结构，为资产管理公司的顺利退出扫清障碍。股权的转移通过上市退出无疑是最好的选择，但这一方式最大的障碍是门槛过高，不是所有的企业都能达标，而且公司能否上市，股票能否发行成功受太多不确定性因素影响，依靠单一的场内市场不足以完成股权的顺利转移。实际上在国外大额的股权交易通常是在场外市场完成。随着资本市场的发展和开放，多元化的市场主体出现在资本市场上，不光是个人，更多的是机构投资者，多层次的股权交易场所有利于不同交易目的的主体基于成本和信息披露的不同限制采取多种方式实现股权的交易，促进市场的流通性，保证债转股政策的最终成功。

可见，在当前的经济政治背景下，政府职能的转变、社会保障体系的建立、企业优胜劣汰竞争机制的建立以及资本市场的深化，这一系列外部环境使资产管理公司的作用受到极大的限制，制约了债转股政策在实际中的效果。但毕竟债转股政策为国企的进一步改革提供了契机，为改革争取了时间，而最终能否通过债转股真正实现国企的彻底脱困，这需要其他政策的配合协调。

第 18 章 | 资产重组方式 (五)：破产重组

实战技巧

所谓破产重组，是指当企业资不抵债时，管理层可以向法院申请破产重组。一旦申请获得批准，则债权人就不能向破产企业催逼债务。法律允许由同一个企业的管理层向债权人提出一个重组方案，延期归还债务，停止发放股息，暂停支付债务本钱，只支付利息，削减无担保的债权。通常，债权人不得不同意经理们的重组方案。因为，一旦立刻让企业破产，实施财产清算，企业的财产可能所剩无几，而经过重组以后，企业有可能渡过萧条期，产生出丰厚的利润。面对这两种选择，债权人很难不让步。

事实上，破产重组不同于破产清算，破产重组是企业最后一次资产重组机会，如果企业能够在限定的时间内，通过重组整顿，能够清偿债务的，人民法院应当终结对该破产企业的破产程序。破产重组给那些濒临破产但仍有发展潜力的企业一次新生的机会，同时也避免了企业因真正破产而引起的企业解体、资产拍卖、职工失业等社会动荡。因此，我们的政策是鼓励“多兼并，少破产”。

实践中破产重组一般有以下几种做法：先破产后兼并；先代管后兼并；先承包后兼并；先租后破再兼并。但是，破产重组中的难点在于：企业产权理顺难；资产变现难；职工分流难。

江苏省徐州市汽车运输总公司（以下简称“徐汽总公司”）是解放初期在搬运联社基础上发展起来的国有专业运输企业，主要从事货物运输、商贸服务等业务。现辖14个二级单位，其中专业运输单位10个，商贸服务单位3个，职工医院1所。企业法人住所位于徐州市中山北路173号。企业占地面积393亩（土地使用权系政府无偿划拨），建筑面积64,471平方米。至2001年5月25日企业人员有9434人，其中在职职工5518人，离退休人员2924人（离休人员29人，退休人员2895人），死亡职工遗属和60年代精简下放人员992人。

徐汽总公司一直是市交通局的直属企业，1984年根据“政企分开”的原则，从市交通局分离出来，组建货运公司，改属市经委领导，1985年更名为江苏省徐州市货运总公司。1988年撤销了下属的全部二级公司，实行一级核算，统一管理。1990年以后又经调整组合，形成了目前的组织结构（含下属34家全资分公司、已注销营业执照的24家全资子公司、15家全资子公司及下属1家分公司、5家福利单位及下属3家分公司、3家对外投资控股企业），并于1991年更名为江苏省徐州市汽车运输总公司。徐汽总公司，曾经为徐州市的经济建设和社会发展做出过重大贡献。但近10年来在激烈的运输市场竞争中，由于企业改革力度不大，经营机制不活，管理模式落后，致使运输经营每况愈下，营运车辆从700多辆逐年减少到97辆，下岗人员急剧增多。1995、1996两年，因仍沿用公有公营、统一指挥的生产方式，在没有认真研究运输市场发展趋势的情况下，投资近3000万元购置没有竞争能力的普通货运车辆，结果在不到5年的时间里全军覆没，造成严重的投资失误，使企业生产经营更加困难。企业连年亏损，长期处于停产、半停产的状态，市政府为帮助企业摆脱困境，采取派工作组帮扶、交市交通局托管、公开招聘公司总经理等措施，但终因债务沉重、资金枯竭，丧失造血功能而未能使企业起死回生。截止2001年5月25日，企业账面资产总额11369.57万元，负债总额23904.16万元，

资产负债率210.25%。高额的债务给企业带来长年不断的经济纠纷和债务诉讼官司，企业已陷入无法开展工作的境地。职工生活无保障，离退休人员和在职职工医疗费长期无法报销，为避免给国家和债权人造成更大损失，也为了职工的前途，企业领导经过反复认真地研究，经请示上级有关部门和咨询专业人员，决定走破产重组之路。

徐汽总公司于2001年1月5日决定将34家全资分公司和24家已注销营业执照的全资子公司纳入破产范围。另外管理规范、未发生亏损的15家全资子公司（含1家下属分公司）、5家福利单位（含下属3家分公司）、对外投资控股3家企业不在考虑破产之列，均继续正常经营。做出破产决策后，徐汽总公司制订了一套详实的破产重组方案提交给徐州市市政府研究。

2001年3月，徐汽24家具有独立法人地位的全资子公司均因连年亏损无法继续经营而向总公司递交报告，要求进行清算、审计，实施关闭、解散。总公司研究决定，对要求关闭解散的子公司依据《中华人民共和国全民所有制工业企业法》、《中华人民共和国民法通则》等有关法律规定进行清算，由总公司抽调人员，聘请社会中介机构共同组成清算组对各子公司的资产、财产状况进行清算审计。清算报告、审计报告的结果显示，各公司已严重资不抵债，其资产尚不足以支付职工内债。2001年4月9日，徐汽总公司做出“关于向徐州市工商行政管理局申请注销企业法人登记”的决定，并将“各公司注销后的债权债务由总公司负责，各类职工由总公司负责分流、安置”的债权债务和职工安置处理意见已在市工商行政管理局备案。5月17日徐州市工商行政管理局注销了24家企业的法人登记。

5月11日，徐州市市长陈耀南主持召开政府办公会议，专题研究汽运总公司的实施破产重组问题。

5月14日市政府召开市长办公会，同意汽运总公司的破产重组方案，并给予了一些优惠政策。为促进该企业破产工作顺利有序进行，决定成立“徐州市汽车运输总公司破产重组工作协调小组”，负责协调解决该企业实施破产中的有关问题，帮助落实各方面优惠政策。

5月16日徐汽总公司向徐州市中级人民法院递交了“关于请依法裁定徐州市汽车运输总公司破产的申请（含下属34家全资分公司和已注销营业执照的24家全资子公司）”。5月22日徐州市中级人民法院受理了汽运总公司的破产申请。5月25日下达（2001）徐经破字第3-01号民事裁定书，裁定徐州市汽车运输总公司（含下属34家全资分公司和已注销营业执照的24家全资子公司）破产还债。

5月31日成立破产清算组。

6月5日在《人民法院报》上发布了破产公告。

徐汽运总公司宣告破产后，职工震动很大，思想很不稳定，职工个人利益受到影响，以致清算期间出现了8次较大规模的集体上访，还有少数职工到省里上访。为使全体员工明确企业实施破产有关问题，公司党委、破产清算组制定了企业实施破产《宣传提纲》、《问题解答》等宣传材料，分别召开各类人员会议，深入到各留守单位宣讲有关法规、政策，统一职工思想认识。为确保清算工作按期完成，各专业组及留守人员，抢时间，抓进度，按照工作方案的要求认真落实各项工作计划。为不使破产财产流失，制定了各项安全保卫制度，加强了防范措施。

由于每一个被注销企业的资产、负债状况不一样，不同企业债权人的债权所得清偿率也可能是不一样的。如把24家注销企业的债权人均作为徐汽总公司的债权人对待，使各债权人清偿率相同，有可能会损害部分债权人利益。为使每一个债权人得到合理的清偿，清算组在破产清算过程中委托审计、评估部门重点审查了被注销的24家企业的资产及债权、债务状况。经破产清算组审查并经工商局确认，原24家企业解散、清算、注销资料齐全，程序规范，手续完备，被注销企业全部资产和负债均纳入了破产企业范围，原24家企业资产均不足以偿还职工工资及劳动保险费用等，各个企业的法定第二、三顺序清偿率均为零。又考虑到24家企业和汽运总公司之间及24家企业之间历来产权关系不清，经常互相调拨资产，有不少企业虽登记为企业法人，实际上根本不具备法人资格这样一种实际情况。因此，根据《江苏省高级人民法院关于审理破产案件若干问题的讨论纪要》第46条“对经营不善、资不抵债的全资子企业，在

没有注销前可以并入主管单位同时破产”的精神，为了简化程序，提高清算工作效率，没有必要对24家家全资子公司进行分别清算，而决定将其并入总公司一并清算。

徐汽总公司实施破产前，由企业经营骨干投资组建徐州市中原汽车运输有限公司（以下简称中原公司），与主管部门签订接收协议书，在破产清算期间，中原公司租赁汽运总公司的部分有效资产，组织生产经营活动，以保持企业的稳定。破产终结后，中原公司按协议安置管理原徐汽总公司总人数82%的在职职工和离退休人员共计7734人，占总人数18%的其余1700人实行社会分流。并承担由法院裁定欠职工债务的清偿，同时接收重组原企业的全部资产。

由于徐汽总公司多年来长期积累的矛盾错综复杂，人员负担过重，有效资产甚微，重组方案在实施中面临诸多困难。为了保证企业破产工作顺利进行和重组后的企业发展，徐州市政府特别给予了中原公司一些扶持政策，如：距法定退休年龄不足5年或连续工龄超过30年的职工，由市政府行文报省政府和省劳动部门，享受提前退休政策；离休干部的医疗统筹费和死亡职工遗属的生活补助费仍由市财政补贴解决；分流社会的职工经济补偿金由市政府批准从“市国有企业破产安置职工补助资金”中分期拨款补贴解决；原徐汽总公司的土地使用权全部归中原公司所有，由市国土局给予办理土地转让手续，免收土地转让金等一切费用，直接办理过户手续；对中原公司能进行房产开发的土地，政府均给予批准立项；在办理原徐汽总公司的资产权属变更手续时，各部门免收一切费用；重组后各种基金、费用给予免、减、缓5年的照顾等。

案例评析

本案例是大型国有运输企业的依法破产。其特点是：

(1) 资产负债数额较大，账面资产1.14亿元，账面负债2.39亿元，企业人员总数达9434人；

(2) 破产企业有大小八十家分公司、子公司、控股企业，哪些纳入

破产范围？各公司的资产负债是否会对债权人存在清偿比例的不同？……等难题；

（3）在市政府及相关职能部门的大力支持下，顺利的完成近万名破产企业的职工分流安置工作。

重组后的中原公司突出经营特色，把原有的资产重组为货运联营服务公司、大件运输公司、土石方工程运输公司、集装箱运输公司等6个独立核算、自负盈亏的股份制企业，以控股、参股的方式参与以上企业的决策和经营。同时加大技改和新增项目投入的力度，更新改造和新上项目的资金来源主要是吸纳社会法人和职工入股资金、企业提取的折旧资金和金融部门的贷款。

第 19 章 寻找专业机构经营 ——托管经营

实战技巧

托管经营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。托管经营的性质主要有两点：

(1) 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。

(2) 企业托管经营是一种市场行为，与我国社会主义市场经济体制改革的方向相吻合。连接托管方与被托管方之间的链条，不是行政手段，而是信用和市场。托管方与被托管方各有所长，又皆有所短，取长补短，是通过交易实现的。交易的结果，不仅是物质产品的再生产，而且是生产关系——现代企业制度和市场经济体制的再生产。企业托管经营不仅没有弱化国有经济，而且使它建立在一个崭新的基础之上。

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。因此，企业要做好托管经营，当然也必须重视其中的问题。

第一，托管经营的积极效应

作为企业改革的一种形式，受自身适用范围和条件的限制，托管经营虽然没有像兼并、收购那样在实践中得到迅速的推广，但是，企业托管还是产生了一些积极的影响。

(1) 企业托管盘活了存量资本，为部分危困企业解决了困难。实行托管的企业，大多数都是实行股份制改造无聚资，“租、卖、兼”无吸引力，破产倒闭无承受力的“三无”企业。受托方接管后，在盘活存量资本上大做文章，采取增加投入、检修设备、技术改造、狠抓产品质量、积极拓宽市场渠道等措施，使大部分低效资产和限制设备得到了利用。

(2) 转换了企业的经营机制，扩大了企业的自主经营权，提高了企业的管理水平。企业托管通过合同关系界定了企业所有者和企业经营者的权利、义务关系，为实现政企分开、政资分开和两权分离创造了条件。托管经营与承包经营的一个非常重要的区别就是，托管经营克服了承包经营在两权分离上的局限性。承包经营的经营者的企业内部选择或者行业内部选择，多限于经营者个人，经营风险承担能力弱。而托管经营面向广阔的市场，由市场来完成对委托双方的选择，具有广阔的选择空间。企业托管实行与承包经营完全不同的经营机制，避免了承包经营的短期行为和事实上的包赢不包亏，由国家承担无限责任的弊端。承包经营以一定的经营利润为指标，不能从利益上促成经营者收入与企业资产增值的联动效应，导致承包者的短期行为。

(3) 扩大了融资渠道，缓解了企业资金紧张的矛盾。有利于企业逐步向兼并过渡。在企业重组的过程中，有相当一部分优势企业需要增加投入，扩大生产规模，提高市场竞争力，但由于缺乏资金，无论是增量投入还是存量调整，都受到很大限制，而实行托管经营，由优势企业对困难企业采取一些“扶贫济困”的措施进行帮带，当推进成熟时，即可实施兼并。这样做的好处是，受托企业可以在不增加或者少增加投入的

情况下，以最低的成本获得被托企业的厂房或者设备，实现资产的流动和重组。

第二，托管经营中的问题

实践中，由于法律法规不健全，托管经验不足，以及长期的旧体制遗留因素的影响，企业托管中也存在着一些问题。

(1) 委托主体不明确。国有企业的主体应当是被托管国有企业的委托主体，如果国有企业产权主体模糊或者虚置，则必然造成托管过程中委托主体的不明确。以目前的实际情况来看，各级政府、主管部门、金融部门、国有资产管理部门以及大型企业都可能是委托主体，但有时又缺乏严格的法律依据，常常出现多头负责又无人最终负责的现象。

(2) 国有资产管理部门在企业托管过程中没有发挥应有的作用。托管经营设计经营权转让，实质上是一种国有产权变动行为，作为国有资产专门管理部门，对托管企业的行业性质，企业规模，受托方的托管资格，国有资产的产权变更登记，企业兼并的审批，资产评估以及对受托、被托企业的监管等都应当有明确的规定。

(3) 托管合同不够规范。托管行为是一种新型的法律行为，依照合同法的规定很难完全明确合同双方当事人的权利和义务。要求当事人根据具体的情况约定双方的权利义务，以免由于托管纠纷而影响托管经营的实际效益。

第三，托管经营中的法律问题

托管经营的发展方向当然应当纳入法制的轨道，只有纳入法制的轨道才能保证充分发挥托管经营在企业改制中的作用，防止改制中出现不合理的现象。在实践中，托管经营基本上涉及两个方面的法律问题：一是托管方、受托方和托管企业内部的法律关系，这类法律主要围绕双方当事人的利益纷争而发生；二是托管企业和第三人之间发生法律关系，这类法律关系主要是因托管企业与第三人之间进行民事交易而发生。

(1) 在托管经营中最经常发生的是托管方与委托方之间的法律纠纷。

托管方与委托方当事人之间的纠纷首先涉及到的是托管合同纠纷。托管合同纠纷就是指当事人双方在合同签订或者履行过程中，由于某一

方当事人过错而发生的纠纷。由于托管经营关系在本质上是一种委托关系，因此，在托管经营合同发生纠纷后：

1) 应当根据《合同法》和《民法通则》的有关代理规定和相应的法律规定来审查合同的法律效力。同时，在处理这类纠纷时，首先应当遵循当事人意思自治的原则。

由于目前我国的托管法律规范还不健全，托管过程政府的参与比较多，这样就导致合同中经常会出现一定程度上反映当事人双方意思，又在一定程度上反映国家意思的现象。在解决托管纠纷时应当首先尊重当事人的意思自由。在不违反法律强制性规定的情况下，只要委托方和受托方当事人签订的合同不违反意思自治的原则，就应当认定为有效。法院应当以合同约定为准审理案件。当然托管合同双方当事人应当具备相应的缔约能力。托管方应当具备其特定的主体资格，否则托管经营关系虽然已经成立，也应认定为无效。但是如果委托方与托管方虽然签订了托管合同，但是由于迫于政府部门的压力，合同内容没有真正反映当事人的意思，造成显失公平的，应当认定合同无效。即使已经形成了事实上的托管关系，一旦一方当事人提出终止履行合同法院也应当予以支持。

2) 在合同签订和履行过程中应当遵循诚实信用原则。由于托管经营法律不健全，使得该项原则更显得尤其重要。在合同订立过程中，托管方与委托方应当向对方真实无误地反映情况，并履行告知义务。委托方有义务全面真实客观地向托管方反映托管企业的情况，不允许提供虚假材料。当然托管经营过程中，托管方应当将托管企业的有关情况真实告知委托方，特别是对于一些意外情况和双约定不明的情况，托管方应主动与委托方协商解决。对于托管方借机损害委托方和托管企业的行为，不履行告知义务的，法院应当认定托管方的行为超越权力范围而无效，并要求其承担相应的责任。对与托管期间，托管方随意利用其工作便利，致使托管企业受到经济损失，受托方应为此承担相应的赔偿责任。如果在托管关系终止后，托管企业遭受经济损失的，可以由委托方向托管方进行追偿。托管经营关系中之后，委托方和托管方也必须共同委托审计

部门对托管企业进行审计评估，以此作为委托方与托管方结算经济利益的依据，并办妥托管企业经营管理的交接手续。

3) 托管经营合同应当遵循等价有偿的原则。我国目前的托管经营是政府干预的程度还比较深，这样就常常导致合同缺少相应的对价，通常是损害受托方当事人的利益。这造成了受托方的抵触情绪，也不符合责权利统一的原则，产生显失公平。在处理因此种原因而发生的纠纷时，可以根据民法通则中的等价有偿原则，对于经营管理企业较好的受托方可以根据托管企业托管前后经济效益的对比，根据受托方创造出的劳动成果，给受托方相应的经济回报。如果托管经营期间，托管人无视委托人的合法权益，违法经营，损害被拖托管企业的合法权益，或者托管人抽逃资金、违反合同约定处分财产，致使被托管企业丧失清偿能力，损害委托人的合法利益的，委托人有权请求解除合同。

(2) 托管企业与第三人之间发生的法律关系。

托管企业在经营过程中自然会与第三人——即债权人、债务人——发生一定的法律关系，严格来说，这种法律关系不属于托管经营法律关系，而是单纯的民事法律关系，但是由于托管经营这种特殊的经营方式，使得托管企业与第三人之间发生的法律关系势必与托管法律关系发生联系。

在托管企业与第三人之间进行民事交易的过程中，最容易发生的纠纷是关于债务的纠纷。这主要是由于人们对托管经营的性质的认识上存在着误解。对于托管企业的债务首先应当根据法律关于委托关系的规定来判断。在托管经营过程中，受托方虽然实际上是企业的经营人，但是受托方是以被托管企业的名义与第三人进行民事交往的，其地位相当于托管人手臂的延伸，因此托管经营的后果应当由被委托人承担，即由被托管企业承担，这才符合委托关系的实质。

对于被托管企业在托管之前的债务发生的纠纷，首先应当审查托管经营合同是否有效。托管合同有效的，当事人在合同中未约定债务承担方式，或者约定不明确的，一般认为应当由被托管企业承担债务。如果当事人双方在合同中约定了债务的承担方式，此约定也只具有对内效力，

不对外发生法律效力，即依然由被托管企业承担债务，在托管企业对第三人承担债务后，再由托管人向委托人进行补偿。如果托管合同无效，一般由被托管企业自行承担债务，但是，托管人或者委托人对合同无效负有过错，而且造成托管企业清偿能力下降的，过错方应当承担相应的责任。

在处理这类纠纷的过程中，一般应当加将被托管企业列为被告，如果托管人或者委托方应当承担责任的，一般应当列为第三人，对被托管企业负责。

对于托管过程中发生的与第三人之间的债务纠纷，其处理的原则与上述方式基本相同。其理由除了上述的代理原因外，还有下面的理由：因为在托管经营期间，被托管企业依然具有独立的民事主体资格，能够独立享有民事权利和承担民事责任，托管经营合同只改变了企业经营的主体，而没有改变企业的性质，没有改变企业的独立地位。因此，对于托管经营期间的债务依然应当有被托管企业自行承担。如果当事人双方在托管合同中对托管期间的债务承担做出了规定，仍然不改变被托管企业债务的承担方式，只不过如果合同约定由受托人承担企业债务时，被托管企业在承担债务后可以向受托人追偿。

目前现实生活中经常发生托管财产被托管方无偿处置，或者委托方与托管方当事人恶意串通，将托管企业的财产随意转让给托管方，客观上损害了债权人利益。对此，必须严格加以限制和规范。对于企业托管期间，托管人违法经营，损害被托管企业的合法权益或者托管人抽逃资金，违反合同约定处分财产，致使被托管企业丧失清偿债务的能力，委托人要求解除合同以及索赔经济损失的，人民法院应当予以支持。

对于委托人与托管人恶意串通，借企业托管经营之际，故意损害国家利益以及个人利益的，人民法院应当如何处理该种情况值得探讨。根据《民法通则》和《合同法》的有关规定，委托人与受托人恶意串通损害第三人利益的，应当承担连带赔偿责任，也就是说，托管方与委托方应当对因此而发生的债务共同承担责任，债权人有权要求人和一方赔偿其全部的损失。也有人认为，对于这种情况应当认定托管合同无效，对

第三人因此而遭受的损失由托管人和委托人承担连带赔偿责任。

经典案例

1996年，鞍山第一工程机械股份有限公司（以下简称鞍山一工，股票代码600813）与辽宁工程机械（集团）有限公司（简称辽工集团）签订了由鞍山一工托管辽工集团与外方合资的三家合资公司的中方股权的协议。鞍山一工的股权托管首开我国上市公司托管中型合资公司股份的先河，引起了各方面的关注和争议。事实证明，作为当时一种值得探索的上市公司进行资产重组的途径和方法，这起托管案例对于当时的鞍山一工，起到了实现资源优化配置、提高企业效益的作用。

（一）托管各方情况介绍

这次股权托管涉及鞍山一工、辽工集团及三家合资企业和外方瑞士利勃海尔国际有限公司（以下简称利勃海尔）。

（1）受托方鞍山一工的基本情况

鞍山一工是中国第一大工程机械生产厂商，全国500家最大工业企业之一，该公司1993年11月17日向公众募股5000万股，于1994年1月在上海证券交易所挂牌交易，公司股本总额为21500万元，其中国家股占31.1%，法人股占30.3%，个人股占38.6%。

鞍山一工是一家存在巨大优势的企业，经过40多年的发展，已经成为我国工程机械行业的骨干企业，是我国最大的履带式推土机生产企业，其产品占全国市场份额的70%。同时，鞍山一工又是该行业较早的上市公司之一。鞍山一工有很强的技术力量，全厂1万多名职工中，本科学历以上的有1400多人。该厂的技术装备先进，六大系列主导产品生产整体工艺与规格处于国内领先水平，关键工艺达到或接近世界水平。

尽管鞍山一工在生产经营上的优势十分明显，但在签订托管合约时，鞍山一工的经营状况面临困境。上市两年来，鞍山一工的经营业绩不断下滑。

根据鞍山一工1996年度的中期财务报告，截止到1996年6月，鞍山一

工1~6月所实现的净利润为负数。

造成鞍山一工经营出现困境的原因是多方面的。在鞍山一工的中期报告和年报中，多次说明了企业出现经营困难的原因：第一，机械行业投资大、周期长，鞍山一工近两年的巨额投资尚未形成完全的生产能力。第二，当时国家实行紧缩银根的宏观政策，使得市场需求萎缩，导致生产不能形成规模，产量在保本点以下。第三，产品用户的资金紧张，清欠力度不够，货款回收缓慢，资金紧张成为严重困扰企业发展的问题。第四，公司的技术改造和产品结构调整尚未及时到位，有生产能力的产品不畅销，市场急需的产品又无法形成批量生产，使企业失去重要的经济增长点。因此，对于鞍山一工来说，扩大产品生产规模、降低产品成本、获得优良资产、尽快提高企业经济效益、实现扭亏为盈成为其经营工作的当务之急。

(2) 委托方辽工集团的基本情况

辽工集团为政府授权的国有资产投资主体，成立于1996年初，专门负责辽宁省工程机械行业的行业规划和组织实施，管理和经营着辽宁省包括锦州重型机械、抚顺挖掘机厂等几家大型企业。同时辽宁省有关部门决定鞍山一工的国家股由鞍山国资局上划省国资局，省国资局投资辽工集团，辽工集团成为鞍山一工实际上的老板，鞍山一工为其相对控股子公司，辽工集团持有鞍山一工31.11%的股权。

辽工集团的工程机械业务为辽宁四大支柱产业之一。按1995年年末的数字，辽工集团拥有总资产25亿元，固定资产原值达9亿元，净值达6亿多元。1995年完成工业总产值11亿元。集团于1996年6月正式列入当时国家经贸委、中国人民银行重点扶持、发放巨额流动资金的全国300家大企业行列。辽工集团在成立后的大动作就是与瑞士利勃海尔国际有限公司合作建立了三家合资企业。

作为一家国有资产的授权经营管理主体，辽工集团承担着国有资产保值增值的任务，如何以推动上市公司发展为突破口，利用上市公司的资源和品牌效应，迅速扩大辽工集团的整体实力，走产品经营和资本经营并举的发展道路，是辽工集团面临的主要问题。

(3) 瑞士利勃海尔国际有限公司的基本情况

瑞士利勃海尔国际有限公司是一家家族式的大型跨国公司，也是一家在工程机械产品领域享有盛名的跨国公司，其工程机械产品具有当代世界最先进的技术，与美国的卡特彼勒和日本的小松并称为世界三巨头，目前在德国、奥地利、瑞士和法国等十几个国家拥有47座工厂。瑞士利勃海尔投资股份公司是瑞士利勃海尔国际有限公司全资拥有的子公司。

利勃海尔公司已经用17年的时间在中国寻找战略合作伙伴，在此之前，利勃海尔公司与中国17家企业合作，使用方式均为技术转让。

(4) 托管对象——三家合资公司的基本情况

本次托管中的托管对象是三家合资企业：辽宁利勃海尔柴油机有限公司、辽宁利勃海尔挖掘机有限公司、辽宁利勃海尔轮式装载机有限公司。它们是瑞士利勃海尔投资股份公司与辽工集团新成立的合资企业，三家合资企业的产品分别为柴油机、挖掘机和装载机，总投资分别为22600万元、6100万元和7100万元，注册资本分别为14820万元、3648万元、3648万元。三家合资企业合资双方均以现金投入，中方所占股权比例均为75%。全部厂房和基础配套设施均以租赁方式取得。这种形式摆脱了中方一贯以土地、厂房作价投入的模式，由于节省了庞大的基本建设投资，在同等投资下，增大了生产规模。从合资经营方式上来看，三家合资公司的运作模式简洁、高效、投资少、规模大，有利于尽快形成生产能力，产生经济效益。

在实行托管时，三家合资企业的产品中，挖掘机、装载机的主要配套零部件由鞍山一工提供，而柴油机主要作为挖掘机、装载机和鞍山一工推土机的配套发动机。装载机以大马力为主，与鞍山一工现有的装载机品种不形成竞争。据有关专家预测，三家合资企业的投资在3年内即可收回，第4年即可再收回一倍投资，这表明三家企业的发展前景看好。

(二) 托管过程及内容

(1) 托管实施过程

如何才能走出困境，找到新的经济增长点？面临经营困境的鞍山一工将目光投向自己的实际控制人辽工集团及其下属的三家合资企业，想

到了托管这一思路。为使本次托管顺利实施，鞍山一工聘请了北京新民生银行理财顾问担任其财务顾问，负责协助公司全面策划，对公司资产进行重组。在托管思路确定之后，为了得到辽工集团的理解，1996年5月鞍山一工向辽工集团董事会递交了托管建议书。辽工集团董事会很快讨论并同意了该托管建议，双方很快就托管具体事项达成了共识。托管方案提出后上报有关部门，1996年6月辽资产字[1996-]83号文对辽工集团《关于请求批准辽工集团合资公司股权委托鞍山一工经营的请示》做了批复，原则上同意辽工集团以省政府批准设立的国有资产主体身份作为委托方将辽宁利勃海尔柴油机有限公司、辽宁利勃海尔挖掘机有限公司、辽宁利勃海尔轮式装载机有限公司三家合资公司的中方股权委托鞍山一工经营，并要求辽工集团（委托方）与鞍山一公司（受托方）严格履行双方签订的股权托管合同的各项条款。

（2）托管合同的主要内容

在托管合同中，关于具体的托管事项的规定如下：

1) 辽工集团将其在三家合资企业中的全部即75%的股权委托鞍山一工全权经营。鞍山一工享有收益权，并保证履行合资合同中规定的辽工集团应承担的各项责任。

2) 鞍山一工在数年时间内用从被托管公司分得的利润或自筹资金，偿还辽工集团在被托管公司中的投资额（16587万元）的120%即19904.4万元后，辽工集团以100万元象征性价格将三家合资公司全部中方股权出售给鞍山一工。（本案例来源于：《并购的效应：中国上市公司资产重组案例》，中国人民大学出版社，2006年05月，李春玲，丁新娅）

案例评析

本案例通过对鞍山第一工程机械股份有限公司托管辽宁工程机械（集团）与外方合资的三家合资公司中方股权案例的分析，说明在我国企业改革中，企业托管作为一种上市公司资产重组的途径和方法，在实现资源的最佳配置、提高收益水平中具有重要作用。

鞍山一工当时的经营处于困境，而鞍山一工要摆脱困境、走出低谷，迫切需要解决三个问题：

一是要获得低成本的资金。根据鞍山一工的财务报告，1995年鞍山一工的负债率为65%，1995年一年的利息支出就超过7000多万元，如果能够获得低成本的资金，投入主导产品推土机的生产，那么鞍山一工将迅速走出低谷。

二是尽快提高每股收益，实现利润是上市公司的最终目标。三是优化存量资产，围绕主导产品把该分的分出去，把该合的合起来，在整合中形成优质高效的资产组合。

作为此次托管的受托方，而且也是托管思路的主要提出者，鞍山一工无疑是此次托管中最大的受益者。鞍山一工在取得三家合资企业的中方股权后，将以其高质量、高技术的产品，利用我国劳动力优势打开国际市场销售局面，从而克服困难，走出低谷。

(1) 通过托管，鞍山一工能在不增加大规模投入的前提下，迅速提高鞍山一工的收益水平，改善财务状况。

根据辽工集团与鞍山一工的托管协议，三家合资公司的收益将进入鞍山一工损益表中相关收入项，增加鞍山一工每股收益，在鞍山一工逐步购买三家合资公司中方股权过程中，资产负债表中长期投资将逐渐增加。这些合资项目的顺利进行，将为鞍山一工带来丰厚的收益。根据北京新民生理财顾问公司的分析和预测：

1) 以上数据除“中方所得”、“鞍山一工新增每股收益”两项依据本表财务数据及有关合同计算所得外，其余均摘自利勃海尔投资股份有限公司为三家合资公司编制并经辽工集团与利勃海尔投资股份有限公司共同签署的可行性研究报告财务分析一节，该可行性报告数据，系按1996年不变价格计算。

2) 表中各项收益数均为税后利润。中方所得未考虑合资公司提取各项基金，原因是各年提取比例不同，而且它将在鞍山一工控股合资公司后，转为鞍山一工的权益。

3) 新增每股收益按21500万股总股本匡算。

4) 项目第一年为1996年。其中第二年税后利润应弥补第一年亏损,鞍山一工该年实际新增每股收益0.20元。

确实,托管对鞍山一工业绩上升有着积极作用:第一,挖掘机、装载机、柴油机项目投产以后不到3年就可收回全部投资,4年之内就可赚回一个同样项目,由于三家合资公司投资规模大,效益显著,1997年鞍山一工将新增每股收益0.20元,从第5年开始为鞍山一工增加每股收益约1元。可以预计,它们将成为鞍山一工今后主要的增长点。

第二,事实上,前4年中方所得累计约为2.8亿元,按照托管协议,鞍山一工通过资本市场融资或者利润积累,返还辽工集团投资。鞍山一工一旦返还辽工集团总投资的120%,则受托管的资产归属鞍山一工,三家盈利前景非常光明的合资公司中所有75%的中方股权归属鞍山一工,这将使鞍山一工的资产规模获得极大良性扩张。同时值得关注的是,三家合资公司产品中,挖掘机、装载机的主要配套零部件由鞍山一工供应,并租用鞍山一工厂房,柴油机又是鞍山一工推土机的配套发动机,以上供销、租赁关系将使鞍山一工多方直接或间接受益。

(2) 用托管的方式取代直接的股权收购,为鞍山一工节约了大量的现金流出。

鞍山一工的托管实际上是并购,那么鞍山一工为什么不直接兼并或收购三家合资企业的中方股权呢?实际上,鞍山一工当时的处境不容许实施并购的策略。由于鞍山一工的经营状况不理想,效益逐年下滑,收益逐年减少,同时由于贷款回收效率问题,鞍山一工的流动资金极为缺乏,更何况收购三家合资公司的中方股权。通过托管,鞍山一工用托管项目产生的收益来逐步“收购股权”,避免了短期内的高度负债和直接的现金支出。鞍山一工在几乎不花费任何代价的情况下,取得了三家新成立的合资公司的生产经营权。

(3) 鞍山一工通过托管获得了良性资产,优化了存量资产。鞍山一工在获得三家托管企业的经营权之后,在产品经营上,根据市场需求,扩大了适销对路的产品产量。在保证主导产品增产增效的同时,扩大了新产品装载机、挖掘机的生产,同时利用利勃海尔公司静液压推土机制

造技术，生产出了新的推土机。鞍山一工的托管在获得良性资产、优化存量资产上发挥了重要作用。

(4) 吸收合资企业中外方先进的技术和管理经验。

鞍山一工托管三家合资公司中方股权的作用，除了给鞍山一工每股收益与净资产带来快速增长外，利勃海尔的先进技术和管理无疑会对鞍山一工产生潜移默化的示范作用，而这将是鞍山一工业绩增长持久、可靠的保证。

作为鞍山一工的实际控制人，辽工集团持有鞍山一工31.11%的国有股权。作为一家国有资产的授权经营管理主体，其主要目标是搞活国有企业，实现国有资产保值增值的任务。而通过托管，辽工集团可以利用上市公司的资源和品牌效应，迅速扩大辽工集团的整体实力，走产品经营和资本经营并举的发展道路。

辽工集团所管理经营的七个国有企业中，鞍山一工有着厚实的基础、先进的设备和市场看好的产品，是工程机械行业的排头兵，虽然目前经营出现了暂时的困难，但其具有技术、设备、人才等各方面的优势，发展潜力很大。因此，鞍山一工自然成为辽工集团上市公司发展带动集团整体发展的突破口。

托管后，鞍山一工和辽工集团的三家合资企业在产品的生产和技术上存在的相互依存关系有利于辽工集团利用上市公司的资源。挖掘机和装载机的生产直接租用鞍山一工的厂房，而且由于鞍山一工具有先进的技术装备水平，挖掘机和装载机的主要配套零部件由鞍山一工提供，产品销售在托管后借用鞍山一工几十年来建立的长期的销售网络。柴油机则是鞍山一工推土机、挖掘机、装载机的主要配套发动机，可形成内部购销，保证柴油机的产品销路。辽工集团用托管这种方式将鞍山一工与三家合资企业联系到一起，实际上是把三家合资企业的先进技术和产品优势与历史悠久的大型企业存量优势结合在一起，不仅大大降低了三家合资企业的经营风险，提高了盈利能力，加快了投资回收期，而且有利于辽工集团利用上市公司资源，迅速扩大集团的整体实力，提高资产质量。

作为这次托管涉及的第三方，瑞士利勃海尔公司无疑也会从中得到

收益。利勃海尔公司之所以认同这次托管，是因为它看到了鞍山一工潜在的优势。在托管以前，鞍山一工就与利勃海尔公司存在经常合作关系，利勃海尔公司深知鞍山一工的实力。再加上鞍山一工与这三家合资企业之间的产品配套和供求合作关系，利勃海尔公司从中看到托管是有利于自身的。同时，利勃海尔公司也可以借此次托管参与中国的资产重组，拓展自己在中国的市场。由此可以看出，在当时的情形下，鞍山一工的托管案例是一个使多方受益的资产重组方案。

中

三

要

要

走向卓越

—中小企业领导者经营管理必备文库

总策划人 孟涵
总主编 赵涛 曾强

经

《中小企业国家经济政策解读》
《中小企业危机应对策略》
《中小企业法律风险与防范》
《中小企业合理避税指南》

史

《中小企业领导常犯的20个致命错误》
《中小企业领导应知的16个管理诀窍》
《中小企业商务社交与礼仪精要》
《中小企业商用心理学精要》
《中小企业员工管理艺术》
《中小企业制度执行力监控》

子

《中小企业财务报表精要速读》
《中小企业信息化与电子商务》
《中小企业资本经营实战精要》
《中小企业融资实战精要》
《中小企业投资实战精要》
《中小企业谈判实战精要》

集

《中小企业财务管理文案》
《中小企业生产管理文案》
《中小企业物流管理文案》
《中小企业行政办公管理文案》
《中小企业人力资源管理文案》
《中小企业营销管理文案》

走向卓越

——中小企业领导者经营管理必备文库

Towards Excellence

在全球金融危机、经济衰退的大环境下，中小企业应当如何成长？

经营管理的“新·四库工具全书”，为中小企业领导者全新诠释《经》《史》《子》《集》！

经：解读与您的企业息息相关的政策法规，合理应对内外危机，审时度势，以史鉴今，帮您的企业掌握市场先机，提供最为可行的实操办法！

史：针对全国5000家中小企业主调查，进行针对性素质提高辅助，总结实践经验，分享管理诀窍！

子：从企业主的角度针对中小企业实际经营领域最关心的问题进行简单、直接、一针见血的处理，凝结关键核心，缩短管理流程，简化管理层级！

集：超过400个实用中小企业管理模版，支持时时在手，做到拿来就用！

ISBN 978-7-80255-243-2



9 787802 552432 >

定价：485元（全11册） 本册定价：45元