

中国第一本系统阐述公司紧缩原理、技术及应用著作

GONGSI JINSUO

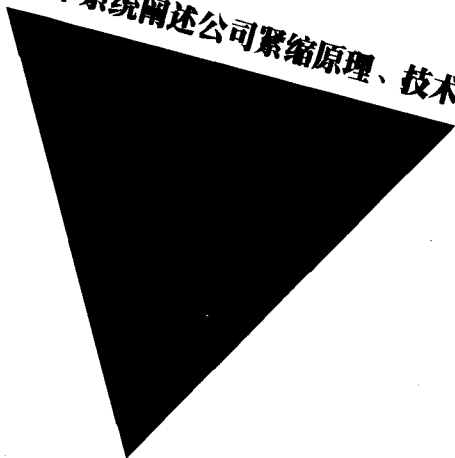
公司紧缩

资本运营新境界



● 俞铁成著
● 上海遠東出版社

中国第一本系统阐述公司紧缩原理、技术及应用著作



公司紧缩

资本运营新境界

●俞铁成著
●上海远东出版社

公司紧缩 资本运营新境界

著 者/ 俞铁成

责任编辑/ 罗淑锦

装帧设计/ 戚亮轩

版式设计/ 李如琬

责任制作/ 晏恒全

责任校对/ 王雪娟

出 版/ 上海远东出版社

(200336) 中国上海市仙霞路 357 号

<http://www.ydbook.com>

发 行/ 新华书店 上海发行所

上海远东出版社

制 版/ 南京展望照排印刷有限公司

印 刷/ 商务印书馆上海印刷股份有限公司

装 订/ 上海张行装订厂

版 次/ 2001 年 7 月第 1 版

印 次/ 2001 年 7 月第 1 次印刷

开 本/ 850×1168 1/32

字 数/ 268 千字

印 张/ 11.5

插 页/ 2

印 数/ 1-5100

ISBN 7-80661-334-X

F·63 定价: 22.00 元

序

陈彪如

WTO 即将向中国敞开大门。在这样一个对中国经济具有巨大影响的历史性时刻到来之际,我首先感到的是振奋和高兴,但同时又对大多数中国企业的未来命运感到担忧,担心其现有竞争力在庞大的跨国企业集团面前不堪一击。

在经过了“冷战”时期后,当前世界各国之间的竞争早已不是武器装备的竞争,而是综合国力的竞争。综合国力的竞争又主要表现为各国企业之间的竞争。而中国企业的综合竞争力实际上是很弱的,这不仅表现在各种世界企业排名表上罕见中国企业的踪迹,更表现在中国企业普遍的低层次经营水平和由此所导致的“暴涨暴跌”行为。故尽快提高中国企业的竞争力已经成为中国当前迫切需要解决的重大问题。

中国加入 WTO 已成弦上之箭、一触即发。在如此短的时间内要能有效地提高中国企业特别是大企业的竞争力就不能简单地仅从事产品经营,更必须通过有效的资本运营手段来提高中国企业的核心竞争力。

资本运营是企业重组的主要表现形式,它通过对企业的资本及由此带来的各类资源进行重新组合配置,使企业从运营形态到组织结构等各方面发生深刻变革来提高企业的经营水平和竞争力。我注意到,国内“资本运营”概念的兴起也就六七年的时间,现在似乎一提到资本运营人们就会立刻联想起“收购”和“兼并”这两个很流行的词汇。这里面显然存在一个认识上的误区。

在国外成熟的市场经济国家,企业资本运营主要从两个方向展开:一是扩张型(如收购、兼并、托管等);另一大类就是紧缩型(如资产剥离、分立、分拆上市、股份回购、定向股和自愿清算等)。扩张和收缩处于同等重要的位置,是公司最高决策者进行资本运营的“左右手”。“有所为,有所不为”这一中国传统哲学理念在国外企业的资本运营中表现得淋漓尽致。

大量的中国企业只懂得扩张,不懂或者说厌恶主动收缩。绝大多数中国企业都把“进入××强”作为企业的终极目标,都在利用一切机会进行扩张。在此我并不认为企业扩张壮大规模是坏事,只是想提醒中国的企业家们在多元化扩张时千万要量力而行,从企业自身的核心竞争力出发,选择最合适的扩张途径。如果企业已经进行了具有相当深度和广度的多元化扩张,建议这些企业的决策者认真对自己的企业进行全面“诊断”,发现和挖掘问题,必要时就应对一些与主营业务无关的业务进行紧缩。

《公司紧缩——资本运营新境界》是目前国内第一本对“公司紧缩”这一企业重组重要领域进行全面研究的专业论著,具有以下几个特点:

1. 视角新颖、观点鲜明。从某种程度上可以认为该书填补了国内在此领域内的研究空白。

2. 理论与实际结合紧密。该书不仅对公司紧缩的成因、技

术进行详细的理论分析,还对公司紧缩的实际应用(特别是在中国的应用)进行了有益探讨,从而使该书具备了相当的可操作性。

3. 适用读者面广。该书适合于所有关注中国企业发展命运、关注中国资本市场发展的学者、企业家、政府官员及实务操作人员。

当然,该书的一些不足也不容忽视,如理论阐述思路不够清晰;所选素材、案例等资料不够充实;实际应用部分有待加强等。因该书是国内首本此领域内的著作,可供参考的资料有限,出现这些问题也属正常。希望作者本人和其他感兴趣的同仁能将公司紧缩这一重要课题深入研究下去。

作者今年只有 26 岁,毕业于我长期执教的华东师范大学国际金融系。我们一向注重理论与实际相结合的治学风格。看到新一代青年学子按此方向迈出坚实步伐,颇感欣慰。希望作者能坚持在这条路上走下去。

这本书论证合理,观点鲜明,颇有可读性,故乐为之序。

2001 年 5 月

身 论

“公司紧缩”？

相信许多人在第一次听到这个名词时会觉得很陌生。这并不奇怪，现在国内绝大多数企业都梦寐以求成为大规模的企业，一些企业巨头已经纷纷喊出“冲进世界 500 强”的响亮口号。有几个企业敢于站出来说要收缩战线、要追求“少而强、小而美”的经营境界？

随便到国内哪家大书店去，都会发现有关“收购兼并”、“资本运营”、“资产重组”等方面的书有上百本之多，而这些关于资本运营和资产重组的书籍又几乎全部在论述公司收购兼并的内容。关于公司紧缩的系统的专业论著一本也没有。这种巨大反差不能不让人吃惊！中国企业界和学术界对公司紧缩领域的陌生和淡漠，与对收购兼并等扩张性重组的热衷与追捧形成鲜明对比。

在这种情况下提出“公司紧缩”的系统概念和理论似乎与目前中国流行的经营理念有点格格不入。但我相信它终有一天可

以被广大的企业家们理解和接受,并为中国企业健康长远的成长发挥一些作用——而这正是我写此书的动力和缘由。

“公司紧缩”通俗地说就是公司收缩自己的业务或规模。它与以收购兼并为代表的公司扩张行为一同构成了公司重组的主体内容。研究公司紧缩的目的最终是想使公司通过紧缩来调整业务结构,把自己最擅长的业务做大做强,朝“长寿企业”的方向进军。

公司紧缩的理论在很大程度上是剖析专业化经营与多元化经营的利弊,而本书则对多元化或者说盲目多元化进行深入解剖和批评。但这并不意味着专业化一定比多元化要好。国内外一直有许多成功的靠多元化迅速发展壮大的企业案例,也有许多因多元化扩张而衰败破产的案例。关于多元化还是专业化的问题,国外已经争论了几十年,也没有一个明确的答案。近几年兴起的企业核心竞争力理论对这一问题有所帮助,其关键在于,不管企业多元化还是专业化,都必须具备自己独特的核心竞争力才能成功经营。

公司紧缩并不一定意味着公司资产规模的减少 如在剥离、定向股、分拆上市等紧缩技术应用后公司的总资产保持不变或增加。本书的“紧缩”主要是从公司业务种类和跨度减少的角度来论述的。

本书所研究的六大紧缩技术各有特点。

资产剥离 是国内运用得最普遍和频繁的紧缩技术,因此在本书中用了较多篇幅对与资产剥离有关的内容进行阐述。本书特地针对1999年中国上市公司的资产剥离情况进行了由面到点的深入研究。这可能也是国内到目前为止第一份对上市公

司资产剥离进行全景式研究的报告。

公司分立 在国外和国内的概念并不完全相同,或者说只有少数地方是相同的,国外的分立已经很成熟,被许多国际知名大公司熟练地运用着。而国内因为法律上的规定太少以及其他一些原因,公司分立总是蒙着一层面纱。本书对国外公司分立进行了全面分析并与国内的公司分立进行了对比。

分拆上市 分拆上市因同仁堂等公司的成功上市案例以及国内即将推出的二板而骤然升温。本书对分拆上市进行了深入的分析,并针对国内这项资本运营技术有关的热点问题进行了专门探讨。

定向股 实际上是介于分立与分拆上市之间的一种奇特产物,即使在美国也刚刚兴起不到10年时间。它对传统的资本运作模式进行了大胆创新,具有十分强烈的探索性,是西方投资银行家的又一杰作。该技术目前国内尚无应用,业界对其十分陌生。本书尝试将其基本内容介绍给国内读者,希望有更多的专家关注这一领域。可以说定向股是本书六大技术中最不成熟又最有研究潜力的技术。

股份回购 是相对比较特别和独立的一种技术。股份回购的紧缩仅仅表现在公司股本的减少和相应总资产的减少上,对业务种类的减少没有什么作用。在国外一些研究中把股份回购归入公司股权结构调整的范畴中,并不划分到公司紧缩一类。但笔者认为股份回购在国内刚刚兴起,非常有研究的价值,也将其收归到公司紧缩的“阵地”加以研究。

自愿清算 其基本概念实际上已经在国内的有关法律、论著中有所涉及,但由于中国人传统的“爱面子”心态,很少有企业家愿意主动进行自愿清算。因此,在本书中对这一紧缩技术中最彻底的技术进行了研究分析,希望能引起应有的重视。

下表将这六大技术进行了概要的对比。在读完后面的具体紧缩技术的章节后再来看这张表,读者就会对它们的特点有更深刻的认识。

	资产 剥离	公司 分立	定向 股	分拆 上市	股份 回购	自愿 清算
母公司总资产	不变	减少	增加	增加	减少	减少
母公司股本	不变	减少	增加	不变	减少	不变
母公司经营业务种类	减少	减少	减少	减少	不变	减少
现金流入	增加	减少	增加	增加	减少	减少
母公司对子公司持股比例	减少	减少	减少	减少	不变	减少
紧缩力度	强	强	弱	中	弱	强
对股价刺激作用	中	强	中	强	中	弱
操作难易程度	易	较难	难	易	较难	较难
法律障碍	小	中	大	小	大	中
运用频率	高	较高	较低	高	较低	较低

全书共分九章。

第一章为公司紧缩概述 第一节先对公司紧缩的定义进行严格界定,指出它是对公司的股本或资产进行重组,从而缩减主营业务范围或缩小公司规模的各种资本运作的技巧和方法。公司紧缩技术主要包括资产剥离(divestiture)、公司分立(spin-off)、分拆上市(equity carve-out)、股份回购(stock repurchase)、定向股(targeted stock)和自愿清算(voluntary liquidations)等。接下来对英国和美国近几十年来的公司紧缩发展状况进行了介绍,并穿插介绍了ITT公司和韩国企业如三星电子等公司的紧缩案例。

第二节分析了公司紧缩的一般性原因,共有15条:管理层追求“主业清晰”、获得一个公平的市场价格——信息因素、满足

公司的现金需求、减轻债务负担、满足经营环境和公司战略目标改变的需要、反购并的考虑、化解内部竞争性冲突、甩掉经营亏损业务的包袱以扭转公司经营困境、政策法规的限制因素、管理效率因素、税收优惠的考虑、环境因素、市场机会因素、消除负协同效应、财富转移因素等。

第三节对公司紧缩的绩效进行分析。由于公司紧缩已经存在几十年,大规模出现也有十几年,因此西方经济学家从20世纪80年代初就对公司紧缩的实际效果进行了深入研究。本节概括这些前人研究的精华,希望能使读者对此领域的研究有一个较清楚的把握,并为我国学者的后续研究奠定一定基础。从西方学者近20年的研究成果看,不管是针对哪种紧缩类型进行绩效实证研究,研究的结果大都表明公司紧缩对提高公司股东的收益具有积极意义。

至于对国内公司紧缩的绩效分析目前尚未有系统研究,有待以后深入。

第四节从企业边界理论来分析公司紧缩的成因。在企业纵向边界理论中分析了市场和企业层阶组织的优点和缺点,并试图用层阶组织成本和市场成本的交界来确定企业的最佳边界。在企业横向边界理论中对规模经济和规模不经济、范围经济和范围不经济进行了阐述。

第五节从公司多元化理论的角度来分析公司紧缩的成因。其中重点介绍了美国专家大卫·萨德勒(David Sadtler)有关多元化经营公司的“价值损耗论”。根据萨德勒等人的研究,在大多数情况下,多元经营公司的“价值损耗”要大于“价值创造”,表现在以下一些方面:“公司核心层”直接管理的负面影响;追求业务协同效应对公司价值的损耗;总部职能部门对公司价值的损耗;追求规模扩张对公司价值的损耗。本节还介绍了美国著名

的菲利普-莫里斯公司多元化经营的案例。

第六节从迈克尔·波特(Michael E. Porter)的企业竞争战略和竞争优势理论来研究公司紧缩的成因。首先研究了公司紧缩在企业横向战略中的应用,然后阐述了公司紧缩在衰退产业竞争战略中的应用。

第七节从企业生命周期理论、产品生命周期理论以及核心竞争能力理论等方面研究了公司紧缩的成因。

第二章到第七章研究了公司紧缩的六大技术。其中:

第二章介绍了公司紧缩中最常用的一种技术——资产剥离

资产剥离通常是公司为实现利润最大化或公司整体战略目标,将其现有的某些子公司、部门、固定资产或无形资产等出售给其他公司,并取得现金或有价证券的回报。被处置的资产可能是不良资产,也可能是优良资产。本章主要论述了资产剥离的含义、交易结构、实际操作技巧及财务结构、特点、资产置换等,特别对向员工进行的资产剥离——员工持股计划(ESOP)和向分支机构管理层进行的资产剥离——管理层收购(MBO)作了论述。最后对资产剥离在中国上市公司中的实际运用进行研究。本章中收录了若干相关案例及专栏。

第三章研究公司紧缩中一种在国外被广泛运用、但在国内较少发生的技术——公司分立 这是指母公司将其在某子公司中所拥有的股份,按母公司股东在母公司中的持股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。公司分立还有两种衍生形式:换股分立和解散式分立。公司分立具有许多优点,但也存在一些不足。本章对分立的税收因素也进行了研究。最后对中国有关公司分立的法律问题及应用应注意的要点进行分析。本章选编了赛格中康的分立案例、AT & T公司的分立案例,并介绍了分立

在欧共体的发展情况。

第四章研究的是在国内正热门的一种技术——分拆上市

分拆上市是公司紧缩技术中又一常用的技术,它既能像公司分立那样使分支机构独立,又能以“部分 IPO”的方式从资本市场募集资金。分拆上市也是公司紧缩技术中最早被国内公司运用的资本运作手段。随着国内创业板的开出,国内将出现一个分拆上创业板的高潮。本章对分拆上市的定义、在海外的发展概况、绩效分析、对公司治理结构的影响、在中国上市公司中的运用以及中国上市公司到创业板分拆上市等问题进行了研究,其中收有赛格集团、一汽集团以及最近的同仁堂公司等分拆上市的案例。

第五章介绍一种在国外刚兴起不久,在国内鲜有所闻的技术——定向股 定向股是美国 20 世纪 90 年代兴起的一种新的公司重组方式,它实际上是介于公司分立和分拆上市之间的一种公司紧缩方式。定向股是一种标准的美国式的“金融创新”,它的诞生和发展充分展现了美国人的活跃性思维和开放自由式的市场发展模式。本章对定向股的定义、发展概况、特征、设计和应用、优缺点以及引入中国的可行性分析及意义等问题展开讨论。希望能把这一最新的资本运作技巧介绍给国内业界。

第六章研究的是在国外很流行但在国内刚开始起步的技术——股份回购 股份回购是公司紧缩技术中一种比较特别的手段。它与剥离、分拆上市以及分立等紧缩方式的主要区别在于,它不是针对公司某项业务或资产进行的紧缩,其目的也不是为了使公司主营业务清晰化。股份回购的“紧缩”表现在其缩小了公司的股本以及总资产。股份回购目前在美国等国家资本市场上被广泛运用。1996 年到 1998 年,美国公司宣布的股份回购交易总额高达 5 500 亿美元。而同一时间,纽约证券交易所上

市公司给股东所发的现金红利总额也只有4900亿美元。可见股份回购已成为美国上市公司给股东回报的主要方式之一。在中国,股份回购也逐渐为广大投资者所了解和关注。近两年来上市公司股份回购的步伐明显加速,先后有申能股份、冰箱压缩和云天化等公司实施了股份回购,并在市场上引起不小反响。本章对股份回购的理论、技巧、在中国的应用和库存股等问题进行分析,还收入了最新的申能股份和长春高新的股份回购案例。

第七章研究了公司紧缩技术中最“毒辣”也是最彻底的技术——自愿清算 在公司紧缩的主要技术手段中,自愿清算是非常特殊的一种。如果严格划分,自愿清算应该属于资产剥离的类型。但由于这是一种最为彻底的资产处理方式,使公司能彻底脱离其不愿继续经营的业务领域,因此有必要单独拿出来进行分析。这一技术在国外已被许多公司成功运作,是资本运营的基本手段,比较常见。但在国内,许多因素决定了破产清算难以推广,更不用说是企业主动性进行的清算了。但正因如此,非常有必要把这个概念和技术认真挖掘出来,以引起业界的重视。本章讨论了自愿清算的定义、原因、同破产清算的对比、主要程序以及在中国的发展前景等问题并收入了中国在线书店的自愿清算案例。

第八章对公司紧缩的实际运作要点进行阐述 本章一开始设计了一套完整的方案,让企业家思考自己的公司是否需要紧缩。该方案由四大问题构成,回答这些问题需要企业家对自己的企业业务进行深刻的分析或反省。这些问题是:如何挖掘公司里的“业务束”?公司高层是否有能力管理好公司里存在的业务束?能否找到把现有业务束放在一个公司里进行管理的充分理由?企业高层是否有充分理由同时经营几个业务束?这套方案是国外专家提供的一种策略性的思考,很值得国内企业家学

习。随后本章对公司紧缩的成功要素、公司紧缩项目的操作步骤、公司紧缩项目的价值评估等问题一一深入展开讨论。

本章实际上是一种“实战指引教程”，对公司紧缩实际操作的一些重要环节和问题进行了研究。前面七章都是侧重于从理论的角度对公司紧缩进行研究，本章则力图从实际应用的角度提供一些可供参考的内容。

第九章研究了公司紧缩技术在中国的应用和发展情况 首先用一些案例指出在中国引入公司紧缩理论和技术的必要性，其次对中国上市公司的紧缩情况进行了概括，最后对中国企业运用公司紧缩原理和技术应注意的六大问题进行讨论。

本章还选编了爱多电器公司的多元化失败案例，具有一定借鉴价值。

在国外，公司紧缩一直与收购兼并相伴发展，每一次大的购并浪潮也必然带来一次大的紧缩浪潮。“放”与“收”，各有其长，运用之妙全在于企业家的匠心和眼光。本书如能对中国企业家提升经营境界、拓展经营思路有所贡献，则是我莫大的荣幸和安慰。

因为是探索，所以本书在很多方面肯定不成熟甚或有缺陷，衷心期待能和各方面的专家一起共同努力，提高对公司紧缩领域的研究和实际应用水平。

图书在版编目(CIP)数据

公司紧缩/俞铁成著. —上海: 上海远东出版社,
2001

ISBN 7-80661-334-X

I.公... II.俞... III.公司—资本经营—研究—
中国 IV.F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 028144 号

对《公司紧缩—资本运营新境界》的评价

上海市上市公司资产重组领导小组办公室 范永进主任

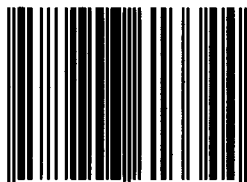
上市公司质量优劣事关中国资本市场能否长远健康发展。上市公司通过重组来提升核心竞争力、完善公司治理结构、发挥资源优化配置功能具有十分重要的意义。本书对公司重组中长期被国内所忽略的一个重要领域——“公司紧缩”从原理到实践进行了有益研究和探索，为提高国内上市公司资产重组水平提供了很有价值的参考工具。

上海证券交易所信息中心主任 赵小平博士

该书在国内第一次全面系统地阐述了公司紧缩的有关理论和技术应用问题，具有一定的探索性和挑战性。作者长期从事中国上市公司的重组工作使该书不仅有理论深度，而且具备了相当的可操作性。

中国第一本系统阐述公司紧缩原理、技术及应用的著作

ISBN 7-80661-334-X



9 787806 613344 >

ISBN7-80661-334-X

F·63 定价: 22.00元